

**PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEPUTUSAN PENDANAAN
TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN
SEBAGAI PEMODERASI.**

**(Studi pada Perusahaan sektor *Property, Real Estate, dan Building
Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)**

Disusun oleh :

SABILA ALMIRANDA

NIM. 145020200111047

SKRIPSI

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Meraih
Derajat Sarjana Ekonomi**



BIDANG MANAJEMEN KEUANGAN

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

UNIVERSITAS BRAWIJAYA

MALANG

2018

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan Judul:

**PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEPUTUSAN
PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI PEMODERASI (STUDI PADA
PERUSAHAAN SEKTOR PROPERTY, REAL ESTATE, DAN BUILDING
CONSTRUCTION YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2014-2016)**

Yang disusun oleh:

Nama : Sabila Almiranda
NIM : 145020200111047
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Keuangan

Telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 11 Desember 2018 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

1. Risna Wijayanti SE., MM., Ph. D., CFP.
NIP. 19620510 198601 2 001
(Dosen Pembimbing)

1. Dr. Andarwati SE., ME., CFP.
NIP. 19610129 199802 2 001
(Dosen Penguji I)

2. Dr. Himmiyatul A.J.J. SE., MM., CFP.
NIP. 19611220 198601 2 001
(Dosen Penguji II)

Malang, Desember 2018
Ketua Program Studi S1 Manajemen



Dr. Siti Aisjah, SE., MS., CSRS., CFP
NIP. 19601111 198601 2 001



KEMENTERIAN RISET, TEKNOLOGI, DAN PENDIDIKAN TINGGI
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

Jalan MT. Haryono 165 Malang 65141, Indonesia
Telp. +62341-555000 (Hunting), 551396, Fax.553834
E-mail : feb@ub.ac.id http://www.feb.ac.id

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan dibawah ini , saya :

Nama : Sabila Almiranda
Tempat/Tgl. Lahir : Denpasar, 13 Januari 1996
Nomor Induk : 145020200111047
Jurusan : S-1 Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Alamat : Jl. Selat Sunda V D5 No 58 Kedungkandang, Malang.

menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI berjudul : **Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Pemoderasi (Studi pada perusahaan sektor *Property, Real Estate, and Building Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)** yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabutnya predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya).

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, untuk dapat dipergunakan bilamana diperlukan.

Malang, 29 November 2018

Mengetahui,
Dosen Pembimbing

Risa Wijayanti, SE., MM., Ph.D., CFP.
NIP.19620510 198601 2 001

Yang membuat pernyataan



Sabila Almiranda
NIM. 145020200111047





KEMENTERIAN RISET, TEKNOLOGI, DAN PENDIDIKAN TINGGI
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
Jalan MT. Haryono 165 Malang 6541, Indonesia
Telp. +62341-555000 (Hunting), 551396, Fax.553834
E-mail : feb@ub.ac.id <http://www.feb.ac.id>

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul Bahasa Indonesia :

Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Pemoderasi
(Studi pada Perusahaan Sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)

Skripsi dengan judul Bahasa Inggris :

The Influence of Investment Decision and Financing Decision on Firm's Value, with Dividend Policy as a Moderator
(Study of Property, Real estate and Building Construction Companies Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2014-2016)

Yang disusun oleh :

Nama : Sabila Almiranda
NIM : 145020200111047
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Keuangan

Judul di atas disetujui untuk diajukan dalam ujian komprehensif.

KPS S1. Manajemen

Dosen Pembimbing

Dr. Siti Aisjah, S.E., MS., CSRS., CFP.
NIP.19601111 198601 2 001

Risna Wijavanti, SE., MM., Ph.D., CFP.
NIP. 19620510 198601 2 001





Universitas Brawijaya

UNIVERSITAS BRAWIJAYA
GALERI INVESTASI BEI
(IDX- Indonesia Stock Exchange)



Indonesia Stock Exchange

SURAT KETERANGAN
NO. 133/GI.BEI-UB/X/2018

Saya, yang bertanda tangan di bawah ini, Ketua Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia (BEI) Universitas Brawijaya menerangkan bahwa:

Nama : SABILA ALMIRANDA
NIM : 145020200111047
Fakultas / Jurusan : FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS /MANAJEMEN
Perguruan Tinggi : UNIVERSITAS BRAWIJAYA

Telah mengadakan penelitian dalam rangka penyusunan Tugas Akhir di Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia (BEI) Universitas Brawijaya Malang pada bulan September 2018. Penelitian tersebut berjudul:

**"PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEPUTUSAN
PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI PEMODERASI (STUDI PADA
PERUSAHAAN SEKTOR *PROPERTY, REAL ESTATE, AND BUILDING
CONSTRUCTION* YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2014-2016"**

Demikian surat keterangan ini dibuat untuk digunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 16 Oktober 2018
Ketua Galeri Investasi BEI UB,

Novat Andhika D. Ak., CA.
NIP 197210052000031001

GALERI INVESTASI BEI – UB
Gedung Pusat Pembelajaran Terpadu Lantai 2
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jl. MT. Haryono 165, Malang 65145 – Indonesia
Telp/Fax: 0341-567040
www.accounting.feb.ub.ac.id/lab
Email: gibei@ub.ac.id



RIWAYAT HIDUP

Nama : Sabila Almiranda
Tempat, tanggal lahir: Denpasar, 13 Januari 1996
Jenis kelamin : Perempuan
Agama : Islam
Alamat : Jl. Selat Sunda V D5 No. 58 Malang
E-mail : sabilalmiranda1@gmail.com



Riwayat Pendidikan

1. Madrasah Ibtidaiyah Al-Huda, 2002-2008
2. Sekolah Menengah Pertama Negeri 3 Malang, 2008-2011
3. Sekolah Menengah Atas Negeri 3 Malang, 2011-2014
4. Strata 1 Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya 2014-2018.

Pengalaman Organisasi

1. Staff Magang PSDM Himpunan Mahasiswa Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, 2014.
2. Staff Divisi Acara Company Visit 2015
3. Supervisor (SPV) Management Days 2015
4. Asisten Koordinator Divisi Acara ENTRANCE 2016
5. Asisten Koordinator Divisi SPV Management Days 2016
6. Koordinator Divisi Humas dan Dana Company Visit 2016
7. Committee of Panel Discussion, Seminar, and International Conference, 15th Anniversary Program Doktorat Ilmu Manajemen FEB UB.

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah memberikan rahmat, hidayah, serta memberikan kemampuan untuk menyusun skripsi dengan judul **“Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dan Kebijakan Dividen sebagai Pemoderasi (Studi pada Perusahaan Sektor Property, Real Estate and Building Construction yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)”**.

Adapun tujuan dari penulisan skripsi ini adalah untuk memenuhi syarat dalam mencapai gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Manajemen Konsentrasi Keuangan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang.

Disadari bahwa pembuatan laporan dapat berjalan dengan baik karena ada dukungan dari banyak pihak. Untuk disampaikan terimakasih kepada:

1. Drs. Nurkholis, M.Bus.(Acc)., Ak., Ph.D sebagai Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
2. Dr. Sumiati, SE., M.Si., CSRS., CFP selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

Dr. Siti Aisjah, SE., MS., CSRS., CFP selaku Ketua Program Studi S1 Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

3. Ibu Risna Wijayanti, SE., MM., Ph.D., CFP selaku dosen pembimbing skripsi yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan

- bimbingan dan evaluasi kepada penulis sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
4. Dr. Andarwati, SE., MM.,CFP selaku dosen penguji I yang telah memberikan waktunya untuk menguji serta memberikan kritik dan saran sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan lebih baik.
 5. Dr. Himmiyatul A.J.J. SE., MM., CFP selaku dosen penguji II yang telah memberikan waktunya untuk menguji serta memberikan kritik dan saran sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan lebih baik.
 6. Bapak dan Ibu dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang atas ilmu yang diberikan pada masa perkuliahan.
 7. Kedua orang tua peneliti, Bapak Yuli Adami dan Ibu Novita Ariaty yang selalu mendoakan, membantu, dan selalu memberi dukungan baik moral dan materiil sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
 8. Sahabat-sahabat peneliliti yang memberikan motivasi dan semangat serta memberikan dukungan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
 9. Pihak lain yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu, namun telah memberikan banyak dukungan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.

Penulis menyadari masih banyak kekurangan yang perlu diperbaiki dalam penulisan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat menjadi pelajaran serta bermanfaat bagi banyak pihak. Amin.

Malang, 16 Oktober 2018

Penulis,

DAFTAR ISI

Kata Pengantar	i
Daftar Isi	iii
Daftar Tabel.....	vi
Daftar Gambar	vii
Daftar Lampiran	viii
Abstrak.....	ix
 BAB I : PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Pertanyaan Penelitian	19
1.3 Tujuan Penelitian	20
1.4 Manfaat Penelitian	21
 BAB II : KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN	
2.1 Penelitian Terdahulu	22
2.2 Manajemen Keuangan.....	33
2.2.1 Tujuan Manajemen Keuangan	34
2.2.2 Fungsi Manajemen Keuangan	35
2.3 Nilai Perusahaan	35
2.3.1 Hubungan Fungsi dengan Nilai Perusahaan	36
2.3.2 Pengukuran Nilai Perusahaan	38
2.3.3 Tobin's Q	39
2.4 Keputusan Investasi	40
2.4.1 Pengukuran Keputusan Investasi	41
2.4.2 Rasio <i>Capital Expenditure</i>	42
2.5 Keputusan Pendanaan	42
2.5.1 Faktor-faktor yang Perlu Diperhatikan	43
2.5.2 Teori Struktur Modal	46
2.5.3 Pengukuran Keputusan Pendanaan	51
2.5.4 <i>Debt to Equity Ration</i> (DER)	52
2.6 Kebijakan Dividen	53
2.6.1 Faktor-Faktor Kebijakan Dividen	54

2.6.2 Teori Kebijakan Dividen.....	56
2.6.3 Pengukuran Kebijakan Dividen	59
2.6.4 <i>Dividend Payout Ratio</i> (DPR).....	60
2.7 Kerangka Pikir Penelitian	61
2.8 Kerangka Konseptual	63
2.9 Hipotesis	64

BAB III : METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian	69
3.2 Lokasi dan Periode Penelitian	69
3.3 Populasi dan Sampel	70
3.3.1 Populasi	70
3.3.2 Sampel	70
3.4 Jenis dan Sumber Data	72
3.4.1 Jenis Data	72
3.4.2 Sumber Data	73
3.5 Metode Pengumpulan Data	73
3.6 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional	74
3.6.1 Variabel Bebas	74
3.6.2 Variabel Moderator	75
3.6.3 Variabel Terikat	76
3.7 Metode Analisis Data	77
3.7.1 Statistik Deskriptif	77
3.7.2 Uji Asumsi Klasik	77
3.7.3 Uji Kelayakan Model (Uji F)	81
3.7.4 <i>Moderated Regression Analysis</i>	81
3.7.5 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)	83
3.7.6 Koefisien Determinasi (R^2)	83

BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Perusahaan	85
4.2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	90
4.3 Hasil Uji Asumsi Klasik	96
4.3.1 Uji Normalitas	97

4.3.2 Uji Multikolinieritas.....	99
4.3.3 Uji Autokorelasi	100
4.3.4 Uji Heterokedastisitas	101
4.4 Uji F.....	102
4.5 <i>Moderated Regression Analysis</i>	103
4.6 Koefisien Determinasi (R^2)	106
4.7 Pembahasan Hasil Penelitian.....	107
4.7.1 Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan	107
4.7.2 Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan	108
4.7.3 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan	109
4.7.4 Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Investasi (CAPEX) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)	110
4.7.5 Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Pendanaan (CAPEX) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)	111
4.8 Implikasi Penelitian.....	113
BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan.....	116
5.2 Saran	118
DAFTAR PUSTAKA	120
LAMPIRAN	127

DAFTAR TABEL

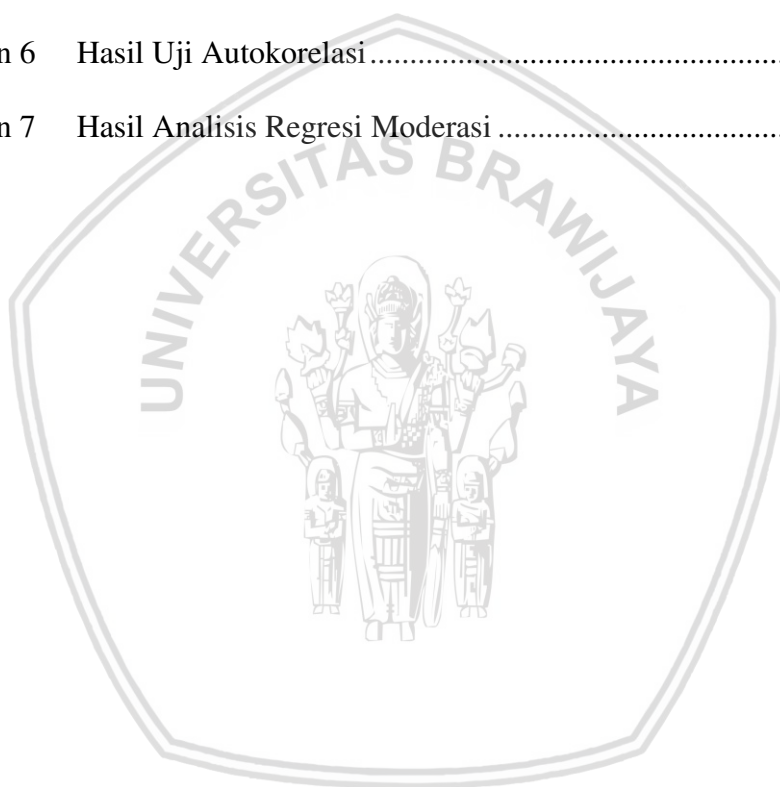
No.	Judul Tabel	Hal.
1.1	Data Indeks Harga Sektoral di BEI tahun 2014-2016.....	5
2.1	Perbandingan Hasil Penelitian	29
3.1	Tabel Penentuan Sampel Penelitian	71
3.2	Sampel Penelitian.....	72
4.1	Hasil Uji Statistik Deskriptif.....	90
4.2	Hasil Uji <i>One Kolmogorov-Smirnov</i>	98
4.3	Hasil Uji Multikolinieritas	99
4.4	Hasil Uji Autokorelasi.....	100
4.5	Hasil Uji F.....	102
4.6	Hasil Uji Regresi Moderasi.....	103
4.7	Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	106

DAFTAR GAMBAR

No.	Judul Gambar	Hal.
1.1	Jumlah Penduduk Indonesia 2010-2016.....	2
1.2	Jumlah dan Pendapatan Perusahaan Kontruksi di Indonesia.....	3
1.3	Nilai Kontruksi yang Diselesaikan di Indonesia tahun 2004-2016	4
1.4	Perkembangan Volume Perdagangan Saham Sektoral.....	5
2.1	Kerangka Pikir Penelitian	62
2.2	Kerangka Konseptual	63
3.1	Diagram Regresi Moderasi dari Model Teoritis Penelitian	82
4.1	Perkembangan Volume Perdagangan Sektoral	88
4.2	Perkembangan Pergerakan Indeks Harga Saham Sektoral	89
4.3	Uji Histogram dan Normal P-Plot Model 1	97
4.4	Uji Histogram dan Normal P-Plot Model 2	98
4.5	Hasil Uji Scatterplot Model 1	101
4.6	Hasil Uji Scatterplot Model 2	102

DAFTAR LAMPIRAN

No.	Judul	Hal.
Lampiran 1	Data Perhitungan Variabel	127
Lampiran 2	Hasil Analisis Deskriptif	135
Lampiran 3	Hasil Uji Normalitas	136
Lampiran 4	Hasil Uji Multikolinearitas	138
Lampiran 5	Hasil Uji Heterokedastisitas	139
Lampiran 6	Hasil Uji Autokorelasi	140
Lampiran 7	Hasil Analisis Regresi Moderasi	141



**PENGARUH KEPUTUSAN INVESTASI DAN KEPUTUSAN
PENDANAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN
KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI PEMODERASI**
(Studi pada Perusahaan sektor *Property, Real Estate, dan Building
Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2016)

Sabila Almiranda

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
sabilalmiranda1@gmail.com*

Dosen pembimbing:

Risna Wijayanti SE, MM., Ph.D.

ABSTRAK

Harga pasar saham mencerminkan nilai dari suatu perusahaan. Perusahaan sektor *Property, Real Estate, dan Building Construction* memiliki indeks harga saham terendah setiap tahunnya diantara sektor-sektor yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa sektor tersebut memiliki nilai perusahaan yang terendah diantara sektor lainnya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dari keputusan investasi yang diukur dengan *Capital Expenditure to Total Asset*, keputusan pendanaan yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q dengan kebijakan dividen sebagai pemoderasi. yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Alat analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah *Moderated Regression Analysis* dengan menggunakan SPSS. Data yang digunakan pada penelitian ini adalah laporan keuangan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate, dan Building Construction* yang terdaftar di BEI periode 2014-2016 dengan menggunakan teknik *Purposive Sampling*. Berdasarkan kategori yang ditentukan, sampel yang digunakan dalam penelitian berjumlah 17 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi yang diukur dengan *Capital Expenditure to Total Asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap Tobin's Q. Keputusan pendanaan yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q dan kebijakan dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap Tobin's Q. Hasil uji interaksi menunjukkan hasil bahwa kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh antara keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Kata Kunci: Keputusan Investasi, *Capital Expenditure*, Keputusan Pendanaan, *Debt to Equity Ratio* (DER), Kebijakan Dividen, *Dividend Payout Ratio* (DPR), Nilai Perusahaan, Tobin's Q.

THE INFLUENCE OF INVESTMENT DECISION AND FINANCING DECISION TO FIRM'S VALUE WITH DIVIDEND POLICY AS A MODERATOR

**(Study of Property, Real Estate, and Building Construction Companies
Listed in Indonesian Stock Exchange Period 2014-2016)**

Sabila Almiranda

*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
sabilalmiranda1@gmail.com*

Advisor:

Risna Wijayanti SE, MM., Ph.D.

ABSTRACT

Market share prices reflect the firm's value. The property, Real Estate, and Building Construction sector companies have the lowest stock price index every year among sectors listed on the Indonesia Stock Exchange. This shows that the sector has the lowest company value among other sectors. This study aims to determine the effect of investment decisions as measured by the Capital Expenditure to Total Asset, funding decisions as measured by Debt to Equity Ratio to the firm value measured using Tobin's Q with dividend policy as moderator measured by Dividend Payout Ratio. The model used to analyze the effect of these variables is Moderated Regression Analysis using SPSS. The data used in this study are financial reports on companies in the Property, Real Estate, and Building Construction sectors listed on the IDX period 2014-2016 using purposive sampling techniques. Based on the specified categories, the samples used in the study were 17 companies. The results showed that investment decisions as measured by Capital Expenditure to Total Assets had no significant effect on Tobin's Q. Financing decisions as measured by Debt to Equity Ratio had a significant positive effect on Tobin's Q and dividend policy as measured by Dividend Payout Ratio which had a significant positive effect on Tobin's Q. Interaction test results show that dividend policy does not moderate the effect of investment decisions on firm value and dividend policy does not moderate the influence of funding decisions on firm value.

Keywords: *Investment Decision, Capital Expenditure, Financing Decision, Debt to Equity Ratio (DER), Dividend Policy, Dividend Payout Ratio (DPR), Firm's Value, Tobin's Q.*

BAB I

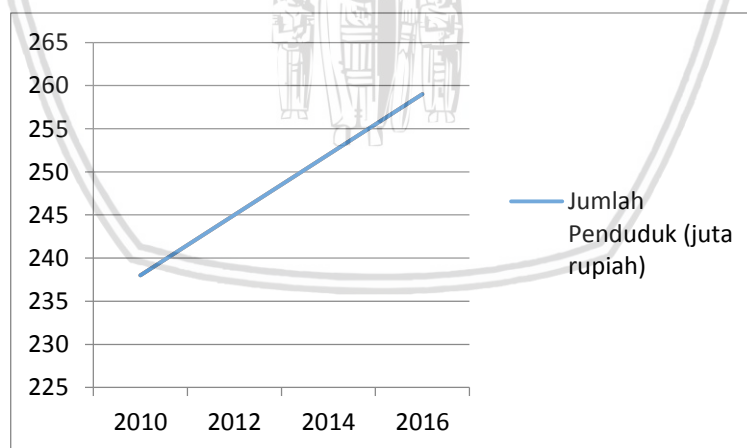
PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sektor *property, real estate, and building construction* memiliki peranan penting dalam mendorong pertumbuhan perekonomian Indonesia. Sektor ini merupakan salah satu sektor yang mampu menyerap tenaga kerja dalam jumlah besar dan memiliki efek berantai (*multiplier effect*) serta *backward linkage* yang cukup besar kepada sektor-sektor ekonomi lainnya yaitu industri turunan yang ada di dalam sektor properti. Sebagai gambaran, dalam membangun sebuah bangunan, tentu akan membutuhkan beragam hasil industri lainnya, mulai dari semen, besi, pasir, kaca dan lainnya. Terdapat sekitar 170 industri turunan yang berada di dalam sektor *property* dan *real estate* ([https://www. properti.kompas.com/](https://www.properti.kompas.com/)). Sektor ini merupakan suatu indikator kondisi makro ekonomi suatu negara khususnya bagi negara berkembang. Pembangunan properti dan infrastruktur yang meningkat merupakan sinyal bahwa suatu negara memiliki perbaikan ekonomi yang signifikan.

Property, Real Estate and Building Construction merupakan salah satu sektor penyedia kebutuhan primer masyarakat dalam aktivitas sehari-harinya, seperti rumah atau apartemen untuk tempat tinggal, kantor atau pabrik tempat bekerja, pusat perbelanjaan tempat membeli kebutuhan sehari-hari, rumah sakit, taman hiburan, sekolah, universitas, dan lain-lain. Kebutuhan tempat tinggal, bangunan akan meningkat seiring dengan bertambahnya jumlah penduduk. Berdasarkan data BPS pada gambar 1.1, terlihat bahwa jumlah penduduk

Indonesia setiap tahun memiliki peningkatan yang signifikan. Pertumbuhan penduduk Indonesia yang terus meningkat menyebabkan tingginya permintaan rumah dan bangunan. Hal ini terjadi karena rumah dan bangunan merupakan salah kebutuhan pokok masyarakat ditambah dengan motif masyarakat yang membeli sebuah bangunan seperti rumah, apartemen, ruko dan sebagainya untuk diinvestasikan seperti dijual kembali atau disewakan. Ketua umum DPP Real Estate Indonesia (REI) Setyo Maharso menyatakan seiring dengan pertumbuhan ekonomi, terdapat pertumbuhan penduduk rata-rata sebesar 1,3% per tahun hingga tahun 2013. Hal ini meningkatkan kebutuhan terhadap rumah, dibutuhkan tambahan 1,4 juta unit rumah baru per tahun. (<https://www.finance.detik.com>). Permintaan terhadap kebutuhan tempat tinggal selalu meningkat namun jumlah ketersediaan lahan di Indonesia tetap sehingga menyebabkan harga tanah dan bangunan mengalami kenaikan setiap tahunnya.

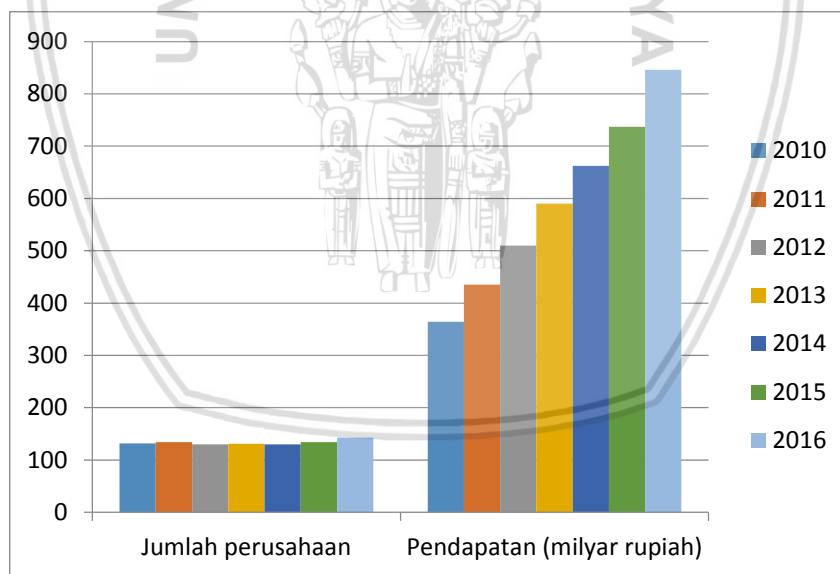


Sumber: bps.go.id

Gambar 1.1 Jumlah Penduduk Indonesia 2010-2016

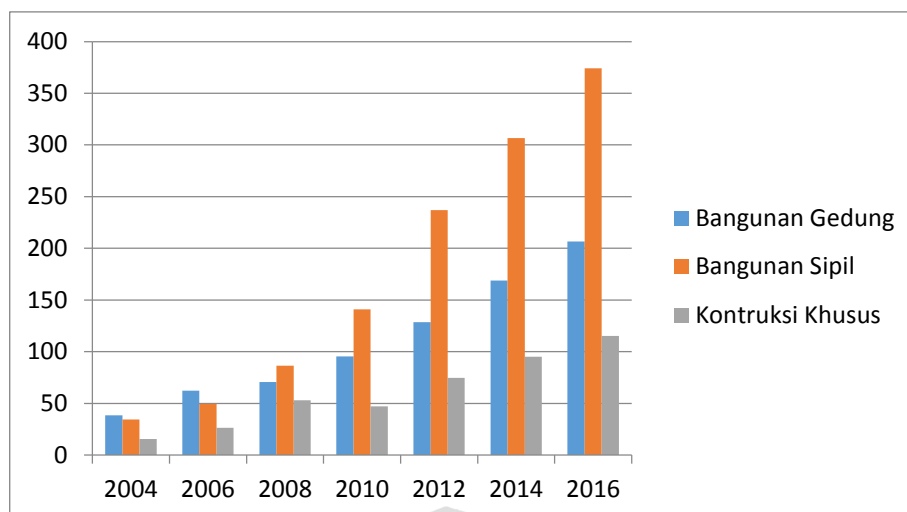
Kondisi kebutuhan akan tempat tinggal dan bangunan yang meningkat merupakan potensi bagi perusahaan yang bergerak di sektor *Property, Real Estate*

and Building Construction untuk tumbuh dan berkembang. Hal ini dibuktikan dengan semakin banyak perumahan-perumahan baru bermunculan, proyek apartemen, pembangunan mall, hotel dan bangunan lain di Indonesia. Berdasarkan data BPS pada gambar 1.2 menunjukkan bahwa perusahaan kontruksi cenderung bertambah dan memiliki pendapatan yang meningkat setiap tahun. Pada data BPS gambar 1.3 juga menunjukkan setiap tahun nilai kontruksi yang diselesaikan di Indonesia juga cenderung meningkat yang menunjukkan semakin tinggi jumlah proyek kontruksi di Indonesia setiap tahunnya. Kondisi-kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam sektor *Property, Real Estate and Building Construction* memiliki prospek yang baik yang akan menjadi informasi positif dan menarik investor untuk berinvestasi di sektor ini.



Sumber: bps.go.id

Gambar1.2 Jumlah dan Pendapatan Perusahaan Kontruksi di Indonesia



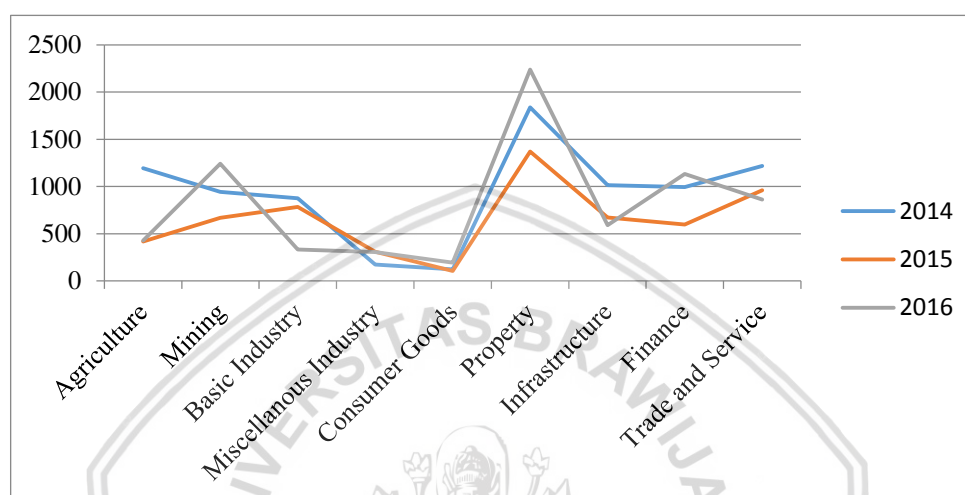
Sumber: bps.go.id

Gambar 1.3 Nilai Kontruksi yang Diselesaikan di Indonesia tahun 2004-2016

Investor dalam menanamkan modalnya mengharapkan perusahaan yang mampu memberikan kesejahteraan bagi para pemegang sahamnya serta memiliki prospek masa depan yang baik. Para investor yang mendanai perusahaan saat ini mengharapkan pengembalian investasi di masa depan. Perusahaan yang memiliki kinerja yang baik diartikan oleh investor mempunyai nilai perusahaan yang baik. Hal ini mendorong perusahaan untuk saling bersaing mencapai tujuan perusahaan dan memperoleh kepercayaan dari investor.

Perusahaan memiliki satu fokus tujuan jangka panjang, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan melalui maksimalisasi nilai perusahaan (Sartono 2010:4). Dilihat dari segi persepsi investor, nilai perusahaan yang telah *go public* di pasar modal tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar saham menunjukkan penilaian investor terhadap perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan harga saham merupakan *fair price* dari permintaan penawaran di pasar modal sehingga menggambarkan posisi kekuatan

saham perusahaan tersebut di pasar. Kinerja perusahaan yang baik di mata investor akan menarik mereka untuk membeli saham perusahaan tersebut sehingga harga pasar perusahaan naik. Sebaliknya, jika pemegang saham menjual sahamnya dapat menurunkan harga saham di pasar.



Sumber: OJK, 2018

Gambar 1.4 Perkembangan Volume Perdagangan Saham Sektoral

Tabel 1.1

Data Pergerakan Indeks Harga Sektoral di BEI tahun 2014-2016

Sektor	Harga Saham		
	2014	2015	2016
Agriculture	2.351,03	1.719,26	1.864,25
Mining	1.368,99	811,072	1.384,71
Basic Industry	543,674	407,839	538,189
Miscellaneous Industry	1.307,07	1.057,28	1.370,63
Consumer Goods	2.177,92	2.064,91	2.324,28
Property, Real Estate and Building Construction	524,908	490,933	517,81
Infrastructure	1.160,28	981,333	1.055,59
Finance	731,64	687,039	811,893
Trade and Service	878,63	849,527	860,654

Sumber: OJK, 2018

Harga dan permintaan akan tanah dan bangunan yang senantiasa meningkat seiring dengan bertambahnya jumlah penduduk. Hal ini menjadikan sektor *Property, real estate, and building construction* menjadi satu pilihan investasi paling aman bagi calon investor sehingga investor tertarik untuk menanamkan modalnya. Hal ini didukung dengan tingginya volume perdagangan saham sektor ini setiap tahunnya yang ditunjukkan pada gambar 1.4. Tujuan utama perusahaan yaitu mencapai kemakmuran pemegang saham dengan maksimalisasi nilai perusahaan yang digambarkan oleh harga saham. Berdasarkan tabel 1.1 terjadi sebaliknya, diantara 9 sektor tersebut, sektor *property, real estate, and building construction* menunjukkan harga saham terendah setiap tahunnya dari 2014 hingga 2016 dibandingkan sektor lainnya. Harga saham yang selalu rendah menunjukkan perusahaan tidak mampu mencapai tujuan perusahaan dalam beberapa tahun secara berturut-turut yaitu mencapai kemakmuran pemegang saham karena harga saham menunjukkan kekayaan dari pemegang saham. Harga saham mencerminkan nilai dari perusahaan tersebut, dimana jika harga saham perusahaan rendah maka nilai perusahaan juga rendah sehingga hal ini berdampak pada penurunan kemakmuran pemegang saham dan peningkatan risiko yang akan dihadapi perusahaan di masa mendatang. Hal ini berbanding terbalik dengan harapan pemegang saham maupun tujuan perusahaan yaitu memberi kemakmuran bagi pemegang saham dengan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini menjadikan sektor *Property, Real Estate, and Building Construction* menarik untuk dijadikan objek penelitian.

Nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi (Sartono, 2010:487). Pentingnya nilai perusahaan yaitu

karena nilai perusahaan yang terlihat dari harga saham merupakan gambaran dari kekayaan dan kesejahteraan dari pemegang saham yang mana merupakan tujuan utama dari jumlah kekayaan pemegang saham adalah jumlah lembar saham beredar dikalikan dengan harga pasar per lembar saham (Brigham dan Houston, 2014:7). Semakin tinggi nilai perusahaan maka menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Pentingnya nilai perusahaan membuat investor dan kreditur semakin selektif dalam berinvestasi maupun memberikan kredit kepada perusahaan. Perusahaan yang memiliki historis nilai perusahaan yang tinggi akan memberikan sinyal positif bagi investor untuk menanamkan modal pada sebuah perusahaan, sedangkan bagi pihak kreditur nilai perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar utangnya sehingga pihak kreditur dapat mengukur risiko dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan tersebut.

Nilai perusahaan yang telah *go public* tercermin dari harga saham perusahaan. Menurut Weston dan Copeland (2008:244) nilai perusahaan dapat diukur menggunakan *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), dan *Tobin's Q ratio*. PER adalah alat ukur nilai perusahaan yang dihitung dengan cara membagi harga per lembar saham terhadap laba per lembar saham (Brigham dan Houston, 2014: 150). PBV adalah alat ukur nilai perusahaan yang dihitung dengan cara membagi harga saham dengan nilai buku saham. Tobin's Q merupakan alat ukur nilai perusahaan yang dihitung dengan cara membagi harga pasar saham yang ditambah hutang dan dikurang aset lancar dengan total aset perusahaan (Lindenberg and Ross, 1981). PER dan PBV menunjukkan harga

pasar saham tapi kurang informatif dalam menunjukkan bagaimana pasar menilai keseluruhan perusahaan.

Tobin's Q mengukur kinerja dan nilai perusahaan berdasarkan perspektif investor, dengan menunjukkan seberapa besar penilaian pasar dibandingkan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini jika perusahaan dijual atau disebut *replacement cost*. Jika nilai lebih dari 1, menunjukkan pasar bersedia mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut daripada biaya penggantian perusahaan. Perusahaan mendapatkan *return* lebih tinggi daripada biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk investasi. Sebaliknya, perusahaan gagal dalam mencapai tujuan memaksimalkan nilai perusahaan jika nilai dari Q lebih kecil dari 1 yang menunjukkan lebih besar nilai penggantian biaya aset yang dikeluarkan perusahaan daripada nilai yang bersedia diberikan oleh pasar. Tobin's Q selain memasukan harga juga memasukkan unsur hutang dan keseluruhan aktiva perusahaan sehingga nilainya menjadi lebih akurat. Menurut Smithers dan Wright (2008:40) terdapat beberapa keunggulan Tobin's Q adalah Tobin's Q mencerminkan aset perusahaan secara keseluruhan, Tobin's Q mencerminkan sentiment pasar analisis dilihat dari prospek perusahaan atau spekulasi, Tobin's Q mencerminkan modal intelektual perusahaan, Tobin's Q dapat mengatasi masalah dalam memperkirakan tingkat keuntungan. Berdasarkan keunggulan dan pertimbangan alat ukur penilaian perusahaan yang lebih teliti dan informatif, alat ukur kinerja keuangan yang digunakan dalam studi ini adalah Tobin's Q. penelitian empiris yang menggunakan Tobin's Q sebagai alat ukur nilai

perusahaan antara lain penelitian dari Ruan *et al* (2011), Cheung *et al* (2015), Obaid Ur Rehman (2016), dan Ayturk dkk (2016).

Tugas manajemen sebagai *policy maker* dalam perusahaan adalah mengambil keputusan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan agar mencapai kemakmuran pemegang saham. Keberhasilan atau kegagalan keputusan manajer dapat dinilai berdasarkan dampaknya pada harga saham perusahaan (Keown et al, 2010:199). Tiga keputusan pokok perusahaan adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut bersama-sama memberi dampak sinergis satu sama lain untuk mencapai nilai perusahaan yang maksimal (Harmono, 2014:6). Dana yang diperoleh perusahaan dari pasar keuangan sebagai hasil keputusan pendanaan kemudian diinvestasikan dalam bentuk aktiva lancar dan aktiva tetap untuk kegiatan operasional sebagai keputusan investasi perusahaan. Arus kas yang dihasilkan dari kegiatan operasional tersebut akan digunakan untuk membayar kompensasi atas dana yang digunakan perusahaan salahsatunya berupa dividen yang mana merupakan kebijakan dividen dan sebagian diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai salah satu sumber pendanaan internal dalam keputusan pendanaan dan seterusnya. Keputusan keuangan yang baik akan berdampak pada kinerja perusahaan yang baik sehingga mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan. Persepsi investor yang baik dan percaya terhadap perusahaan mengakibatkan permintaan saham perusahaan akan meningkat dan membuat harga saham yang merupakan nilai perusahaan juga meningkat.

Kebijakan pokok manajer keuangan yang pertama adalah keputusan investasi. Secara umum, investasi terbagi menjadi dua bentuk yaitu investasi *real asset* misalnya mesin-mesin, tanah, bangunan dan investasi *financial asset* seperti saham, obligasi dan deposito. Keputusan investasi dalam penelitian ini merupakan pengeluaran modal (*capital expenditure*) investasi perusahaan pada aset tetap. Perusahaan memiliki strategi investasi yang berbeda-beda dikaitkan dengan kebutuhan dan *return* yang akan diperoleh perusahaan. Investasi aset ini dicontohkan seperti keputusan perusahaan yang menjual mesin lama dan membeli mesin baru yang lebih produktif, kemudian keputusan untuk membangun gedung baru, sehingga perusahaan mampu mengoptimalkan produktivitas dan operasional perusahaan.

Secara berkala investor dan para *trader* di lantai bursa akan mengamati pergerakan bisnis perusahaan termasuk laporan keuangan perusahaan dan susunan investasi dan aset perusahaan. Perusahaan dalam memperlancar operasional dan produktivitasnya membutuhkan investasi pada aset yang efektif dan efisien. Jika aset yang dimiliki perusahaan tidak maksimal maka akan memperhambat kegiatan operasional perusahaan dan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memproduksi barang atau jasanya. Jika terlalu berlebihan, aset tidak terpakai dengan maksimal dan hanya akan menambah biaya perusahaan seperti biaya pemeliharaan dan lain-lain. Tolak ukur keberhasilan keputusan investasi adalah pemilihan *real asset* yang tepat sehingga akan memberikan *return* yang maksimal di masa depan. Komposisi investasi yang tepat akan menciptakan persepsi investor yang baik sehingga meningkatkan nilai perusahaan. (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh Fama keputusan investasi,

karena untuk mencapai tujuan perusahaan dihasilkan oleh kegiatan investasi perusahaan. Teori yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller juga menyatakan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan investasi yaitu kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dari aset perusahaan sehingga (Van Horne dan Wachowicz, 2013:202). Penelitian empiris dari Efni (2012), M. Yasser et al (2014), dan Kusiyah dkk (2017) menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang berbeda ditunjukkan oleh penelitian Wahyudi dkk (2006), Bernadi (2007) dan Sudiyatno dkk (2012) keputusan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Rasio yang dapat menggambarkan bentuk keputusan investasi dalam aset perusahaan adalah *capital expenditure* (Gitman, 2009:380). *Capital expenditure* adalah biaya atau dana yang dimaksudkan untuk memberi manfaat di periode yang akan datang dan dilaporkan sebagai aktiva (Carter dan Usry, 2002:539). Semakin tinggi nilai CAPEX menunjukkan semakin besar pertumbuhan investasi di suatu perusahaan untuk menunjang kegiatan operasional perusahaan. Penelitian empiris yang menggunakan rasio *capital expenditure* sebagai alat ukur keputusan investasi antara lain penelitian dari Yoon and Starks (1995), Ahn et al (2004), Sudiyatno dkk (2012) Wahyudi dkk (2016), Efni (2017).

Kebijakan pokok manajer keuangan setelah keputusan investasi adalah keputusan pendanaan. Investasi juga akan berhubungan dengan strategi keputusan pendanaan, setelah menentukan keputusan investasi akan diperoleh informasi berapa dana yang diperlukan untuk membiayai investasinya. Keputusan

pendanaan disebut juga kebijakan struktur modal (Brealey dkk, 2008: 6). Perusahaan perlu mempertimbangkan struktur modal pendanaan terhadap investasi yang direncanakan. Struktur modal yang dimaksud adalah komposisi antara hutang dan modal. Hal ini untuk menjaga rasio kesehatan perusahaan berada dalam angka yang optimal. Strategi keputusan pendanaan ini tidak bisa diterapkan secara rata kepada seluruh perusahaan. Dalam analisis industri dikenal dengan pengelompokan siklus kehidupan industri; tahap pengenalan, tahap pertumbuhan, tahap kedewasaan, tahap penurunan.

Perusahaan yang baru masuk tahap pengenalan dan pertumbuhan, komposisi yang paling ideal adalah modal lebih banyak daripada hutang. Risiko yang dihadapi jika komposisi hutang lebih besar daripada modal adalah ketidakmampuan perusahaan untuk membayar pokok dan bunga cicilan. Hutang selalu terkait dengan agunan berupa aset. Jika perusahaan gagal bayar, maka aset sebagai agunan akan disita dan perusahaan berpotensi kolaps.

Berbeda perlakuan juga untuk perusahaan yang telah masuk tahap kedewasaan ataupun penurunan. Komposisi hutang yang lebih besar akan membantu perusahaan dalam menjalankan roda bisnisnya. Perusahaan yang masuk dalam tahap penurunan, penggunaan hutang akan membantu perusahaan untuk meningkatkan produktivitas dan kembali ke jalur yang menguntungkan. Penggunaan hutang mengindikasikan tersedianya tambahan modal bagi perusahaan yang bisa digunakan dalam kegiatannya menghasilkan laba sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Penggunaan modal saham memiliki

konsekuensi yaitu biaya penerbitan saham yang harus ditanggung perusahaan (Riyanto, 2010:240).

Keputusan pendanaan yang proporsional baik itu berasal dari modal sendiri ataupun hutang, ditunjang oleh aset yang mendukung, dapat merubah kinerja perusahaan menjadi lebih baik. Jika rasio modal dan hutang perusahaan dalam posisi yang tepat akan menunjang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Laba yang maksimal dan kinerja yang baik merupakan sinyal positif bagi investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut. Hal ini menimbulkan naiknya permintaan terhadap saham sehingga harga saham tersebut pun juga akan meningkat. Penelitian empiris dari Sudiyatno dkk (2012), M Yasser *et al* (2014) dan Obaid Ur Rehman (2016) menunjukkan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Trade Off Theory menurut Brigham dan Houston (2014:183) menjelaskan bahwa penggunaan hutang dalam pembiayaan investasi perusahaan akan meningkatkan kinerja keuangan karena perusahaan memiliki modal yang lebih besar. Hal ini baik di mata investor sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Teori ini didukung oleh hasil penelitian dari M Yasser *et al* (2014), Wahyudi dkk (2006), Sudiyatno dkk (2012), Ogbulu *et al* (2015) yang menunjukkan bahwa keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Ini menunjukkan penggunaan utang dalam yang tinggi pada perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berlawanan dengan teori *Pecking Order* yang menjelaskan bahwa semakin kecil hutang yang digunakan perusahaan akan semakin menguntungkan bagi perusahaan (Brealey dkk, 2008:26).

Teori ini sejalan dengan penelitian dari Haruman (2007) dan Rasyid (2015) yang menunjukkan hasil bahwa struktur modal yang didanai dengan hutang yang tinggi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Ini berbeda lagi dengan teori Modigliani-Miller tanpa pajak yang memaparkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Houston, 2014:179). Teori ini didukung oleh penelitian dari Sujoko (2007), Efni (2012), dan Kusiyah dkk (2017) menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan antara keputusan pendanaan dan nilai perusahaan.

Rasio yang digunakan untuk menggambarkan keputusan pendanaan adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Moeljadi (2006: 236) menjelaskan bahwa keputusan pendanaan yaitu pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yaitu menentukan komposisi total hutang dan modal sendiri yang akan tampak pada *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER menunjukkan proporsi antara seluruh hutang dan seluruh ekuitas sebagai sumber dana perusahaan. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan kreditur dengan pemilik perusahaan. Semakin tinggi DER semakin banyak proporsi hutang yang digunakan perusahaan. Rasio ini untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang (Kasmir, 2010:112). Penelitian empiris yang menggunakan DER sebagai alat ukur keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal adalah Martynova *et al* (2009), Huda (2015), Anuar *et al* (2015), Kusiyah dkk (2017), M. Yasser *et al* (2014).

Kebijakan pokok manajemen dalam upayanya mencapai tujuan yang ketiga adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan kebijakan

perusahaan dalam membagi laba bersih perusahaan, sebagian dibagikan sebagai dividen dan sebagiannya lagi disimpan sebagai laba ditahan. Peningkatan dividen yang dibagikan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham karena dapat meningkatkan kepercayaan dari pemegang saham sehingga nilai perusahaan menjadi tinggi pula. Apabila jumlah kas dividen besar menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang tinggi dan memiliki prospek yang baik di masa depan sehingga mampu membagikan dividen. Hal ini sesuai dengan *The Bird in The Hand Theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain* (Sartono, 2010:284). Teori ini didukung dengan hasil penelitian dari Sulong (2008), Anton (2016), Nwamaka *et al* (2017), Kusiyah dkk (2017) yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh kebijakan dividen.

Terdapat beberapa teori lain yang berbeda pandangan yaitu *dividend irrelevance theory* yang menjelaskan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau keputusan investasi (Van Horne dan Wachowicz, 2013: 272). Teori ini menjelaskan bahwa investor tidak membutuhkan dividen untuk mengkonversi saham mereka menjadi uang tunai, mereka tidak akan membayar

harga yang lebih tinggi untuk perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi. (Brealey dkk, 2008:54). Pandangan ini didukung dengan hasil penelitian dari Efni (2012), Obaid Ur Rehman (2016), Wahyudi dkk (2006) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Teori lain terkait kebijakan dividen yaitu *Tax preference theory* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan, yaitu semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Beberapa investor lebih memilih laba yang dihasilkan perusahaan diinvestasikan kembali oleh perusahaan untuk pertumbuhan perusahaan daripada dibagikan sebagai dividen. Hal ini dikarenakan pajak atas investasi jangka panjang lebih kecil daripada pajak atas dividen. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Haruman (2007) yang menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan karena pembagian dividen yang tinggi dapat diartikan investor sebagai ketidakmampuan perusahaan dalam mengelola *free cashflow*.

Rasio yang digunakan untuk menggambarkan kebijakan dividen adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Moeljadi, 2006:236). DPR merupakan rasio yang digunakan untuk menganalisis perbandingan antara besaran dividen yang dibagikan dengan laba bersih setelah pajak (Sudana, 2011: 24). Semakin tinggi nilai DPR semakin besar proporsi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih setelah pajak pada tahun tersebut. Hal ini menunjukkan

bahwa perusahaan memiliki kemampuan dalam menghasilkan laba serta kinerja yang baik karena perusahaan mampu membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham, dan di sisi lain juga mampu melakukan kegiatan investasi untuk perkembangan dan pertumbuhan perusahaan dengan laba ditahan yang telah ditentukan tersebut. Penelitian empiris yang menggunakan DPR sebagai alat ukur kebijakan dividen adalah Efni (2017), Kusiya dkk (2017), Obaid Ur Rehman (2016), Huang *et al* (2017), Benlemlih (2018).

Adanya perbedaan dalam beberapa pandangan ahli dan hasil penelitian ditemukan adanya inkonsistensi terkait pengaruh keputusan dalam fungsi manajemen keuangan terhadap nilai perusahaan, peneliti tertarik untuk meneliti pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

Perolehan dividen merupakan salah satu tujuan investor dalam menanamkan dananya pada perusahaan. Hal ini membuat kebijakan dividen dapat memoderasi pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dapat digunakan oleh calon investor sebagai salah satu cerminan untuk melihat keberhasilan kinerja perusahaan dan prospek perusahaan kedepan. Hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba tinggi jika dividen yang dibagikan tinggi. Hal ini diharapkan semakin dapat memperkuat penilaian investor terhadap perusahaan. Semakin banyak dana tersedia, semakin leluasa manajer dalam menentukan komponen investasi yang terbaik untuk perusahaan. Jika didalam kebijakan dividen perusahaan meningkatkan pembagian labanya

tersebut sebagai dividen, maka porsi laba yang diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan untuk modal pertumbuhan perusahaan menjadi berkurang. Hal ini mengurangi kemampuan perusahaan dalam menentukan investasinya dengan maksimal. Komponen investasi yang tidak maksimal, di masa depan berisiko memiliki *return* yang rendah sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *tax preference theory* bahwa penurunan dividen saham tidak menjadi masalah bagi beberapa pemegang saham yang tidak menginginkan laba yang didapatkan dari investasinya berupa dividen dan lebih baik diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Investor yang berfikir jangka panjang justru menganggap pembagian dividen yang besar mencerminkan investasinya yang kurang maksimal sehingga pembagian dividen yang besar dianggap akan memperlemah pengaruh dari keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Berbeda dengan investor yang menyukai pembagian dividen seperti dalam *The Bird in the Hand Theory*. Pembagian dividen yang besar akan mencerminkan keputusan investasi dan pendanaan perusahaan yang berhasil sehingga mampu membagikan dividen yang besar. Hal ini berarti pembagian dividen semakin besar memperkuat pengaruh keputusan investasi dan pendanaan dalam meningkatkan nilai perusahaan.

Pentingnya peranan fungsi manajemen keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen dalam memaksimalkan nilai perusahaan khususnya pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang mengalami nilai perusahaan yang rendah. Penelitian empiris menunjukkan hasil yang inkonsisten sehingga perlu adanya analisis yang lebih jauh lagi. Berdasarkan hal tersebut maka peneliti mengambil judul

“Pengaruh Keputusan Investasi dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Pemoderasi pada Perusahaan Sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2016”

1.2 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan atas latar belakang tersebut, maka dapat dirumuskan masalah sebagai berikut:

1. Apakah pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016?
2. Apakah pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016?
3. Apakah pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016?
4. Apakah kebijakan dividen memoderasi pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016?
5. Apakah kebijakan dividen memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate*

and Building Construction yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016.
2. Untuk mengetahui pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016.
3. Untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016.
4. Untuk mengetahui kebijakan dividen memoderasi pengaruh keputusan investasi dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016
5. Untuk mengetahui kebijakan dividen memoderasi pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016

1.4 Manfaat

1) Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan mampu memperluas wawasan bagi mahasiswa dan menambah bukti empiris dalam bidang manajemen keuangan khususnya teori mengenai keputusan investasi, keputusan pendanaan, serta kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini juga diharapkan mampu memberikan sumbangan pemikiran berupa masukan yang akan dijadikan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya.

2) Manfaat Praktis

- a. Bagi perusahaan: penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi kepada perusahaan sebagai dasar dalam mengambil keputusan mengenai keputusan investasi, keputusan pendanaan, serta kebijakan dividen guna mencapai tujuan perusahaan.
- b. Bagi investor: penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi yang akan digunakan sebagai dasar pertimbangan dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi pada suatu perusahaan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Penelitian Terdahulu

Tendi Haruman (2007) meneliti tentang Pengaruh Keputusan Keuangan dan Kepemilikan Intitusional terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 1994-2004. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah keputusan pendanaan (DER), keputusan investasi (*Total Asset Growth*), kebijakan dividen (DPR), *Institusional Ownership*. Variabel dependen penelitian ini adalah nilai perusahaan yang pengukurannya menggunakan *Closing Price*. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Ordinary Least Square* (OLS) dan *Two-Stage Least Square* (2LS). Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER dan DPR secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Zunaidah Sulong and Fauzias Mat Nor (2008) meneliti tentang “*Dividends, Ownership structure and board governance on firm value, empirical evidence from Malaysian listed firms*” pada 406 sampel perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Malaysia periode tahun 2002-2005. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah dividen (*dividend yield*), *ownership concentration*, kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajerial, kepemilikan asing dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian adalah *firm value* (*Tobin's Q*). Penelitian ini menggunakan variabel pemoderasi pada yaitu *board Duality*, *Board Independence*, dan *Board Size* serta variabel kontrol *firm size*,

leverage (DAR), profitability (EPS) dan sektor industri. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *multivariate regression analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dividen dan kepemilikan pemerintah secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. *Ownership concentration, Board Government* dan struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. *Board duality* memoderasi secara signifikan hubungan antara dividen dan nilai perusahaan yaitu pengaruh koefisien positif menjadi lebih rendah. Hasil moderasi *board duality* terhadap pengaruh kepemilikan pemerintah di tahun 2002 berpengaruh secara negatif signifikan. *Board duality* tidak mempengaruhi dividen dan kepemilikan pemerintah secara signifikan pada tahun 2005. *Board size* memoderasi secara signifikan hubungan antara dividen dan nilai perusahaan yaitu pengaruh koefisien positif menjadi lebih rendah. Moderasi *board size* pada kepemilikan asing berpengaruh negatif di tahun 2002.

Ogbulu dan Emeni (2012) meneliti tentang *The Impact of Capital Structure on a Firm's Value* pada 124 perusahaan yang terdaftar di Nigerian Stock Exchange (NSE) hingga akhir tahun 2007. Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi *Ordinary Least Squares (OLS)*. Variabel independen dari penelitian ini adalah *equity* dan *debt (long-term debt)* sedangkan variabel dependen dari penelitian ini adalah *Firm Value*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *equity* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *firm value* dan *long-term debt* berpengaruh positif signifikan terhadap *firm value*.

Yulia Efni (2012) meneliti tentang Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen pengaruhnya terhadap Nilai Perusahaan pada

perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2009. Analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis jalur. Variabel independen dari penelitian ini adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Variabel dependen pada penelitian ini adalah nilai perusahaan. Penelitian ini menggunakan risiko sebagai variabel moderator. Hasil penelitian menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh pada nilai perusahaan, tidak berpengaruh pada risiko perusahaan. Keputusan pendanaan hanya berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko perusahaan, sedangkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui risiko perusahaan.

Abdul Rasyid (2015) meneliti tentang *Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company's Growth towards Firm Value* pada perusahaan Industri Barang Konsumsi selama periode 2009-2013. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur modal (DER), profitabilitas (ROE), *Profit Growth* dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan (PBV). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, struktur modal (DER) tidak berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan (PBV). Kepemilikan institusional, Profitabilitas (ROE) dan *Company Growth* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Struktur modal (DER), Profitabilitas

(ROE), Profit Growth secara simultan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning Pawestri (2006) meneliti tentang implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan: dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening pada perusahaan go publik yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2003 kecuali untuk perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lainnya serta perusahaan yang dimiliki oleh Pemerintah Republik Indonesia. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional. Variabel intervening dalam penelitian ini adalah keputusan investasi (PPE/BVA, MVE/BE, MVA/BVA, CAP/BVA, CAP/MVA, PER), keputusan pendanaan (BDE, BDA, LDE, MDE) dan kebijakan dividen (DPR, *Dividen Yield*). Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Firm Value (PBV). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *path analysis*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan maupun nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan dividen. Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Kusiyah dan Arief (2017) meneliti tentang *The Determinants of Firm Value* pada perusahaan perbankan jasa keuangan yang telah go public di IDX selama periode 2011-2015. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian

ini adalah *Investment decision* (PER), *Financing Decision* (DER), *Dividend Policy* (DPR) dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Firm Value* (PBV). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa PER dan DPR secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap PBV. DER tidak mempengaruhi PBV, PER, DPR dan DER secara simultan mempengaruhi PBV dengan R^2 48,3%.

Bambang Sudiyatno, Elen Puspitasari, Andi Kartika (2012) meneliti tentang *The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di IDX selama periode 2008 hingga 2010. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Investment policy* yang diproksikan dengan *Capital Expenditure* (PPE), *Managerial Incentives*, *Capital Structure* (DAR) dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Firm Performance* (ROA), *Firm Value* (Tobin's Q). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DAR berpengaruh signifikan negatif terhadap ROA dan memiliki efek signifikan positif terhadap Tobin's Q. Insentif manajer berpengaruh positif tetapi tidak signifikan ROA tetapi berpengaruh signifikan positif terhadap Tobin's Q. PPE memiliki pengaruh signifikan positif terhadap kinerja ROA tetapi memiliki efek negatif tetapi tidak signifikan pada Tobin's Q. ROA memiliki pengaruh signifikan positif terhadap Tobin's Q.

Sorin Gabriel Anton (2016) dalam jurnalnya meneliti tentang *Impact of Dividend Policy on Firm Value* pada 63 perusahaan non keuangan yang terdaftar di *Bucharest Stock Exchange* periode tahun 2001 hingga 2011. Variabel

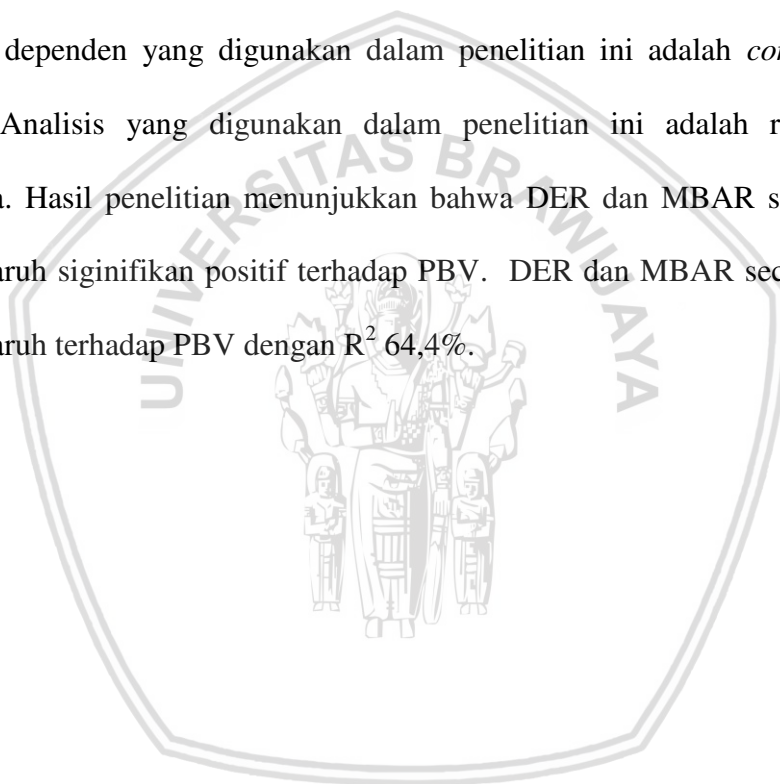
independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Policy* (DPR), variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Firm Value* (Tobin's Q) dan variabel kontrol pada penelitian ini adalah *Leverage* (DAR), *Firm Size* (Total assets), *Profitabilty* (ROA), *Liquidity* (CR). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *panel data analysis with fixed effect model*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DPR, DAR, *Total assets* secara parsial berpengaruh positif terhadap Tobin's Q. ROA dan CR tidak berpengaruh terhadap Tobin's Q.

Ozuomba Chidinma N. dan Prof. Ezeabasili (2017) dalam jurnalnya meneliti tentang *Effect of Dividend Policies on Firm Value* pada sampel 10 perusahaan yang terdaftar pada Nigerian stock exchange periode tahun 1995 hingga 2015. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividend policies* (EPS, DPS) dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *firm value* (MPS). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dan OLS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa EPS dan DPS berpengaruh signifikan dan positif terhadap MPS.

Obaid Ur Rohman (2016) dalam jurnalnya meneliti tentang *Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value* pada 111 perusahaan non keuangan yang terdaftar di Karachi Stock Exchange periode tahun 2006 hingga 2013. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *capital structure* (DAR, FATO, SG, EQ) dan *dividend policy* (DPR, EPS) . Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *firm value* (Tobin's Q). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis data panel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DAR, *Sales Growth*, EQ secara parsial

berpengaruh signifikan positif terhadap Tobin's Q. Sedangkan FATO, dan DPR secara parsial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap Tobin's Q.

M Yasser Arafat, Ari Warokka, Ruswiati Suryasaputra (2014) dalam jurnalnya meneliti tentang *Capital Structure and Investment Decision* pada 32 perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di IDX periode tahun 2008 hingga 2010. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *investment decision* yang diproksikan dengan IOS (MBAR), *capital structure* (DER) dan variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *company value* (PBV). Analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa DER dan MBAR secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap PBV. DER dan MBAR secara simultan berpengaruh terhadap PBV dengan R^2 64,4%.



Tabel 2.1
Perbandingan Hasil Penelitian

Peneliti	Model Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
Tendi Haruman (2007)	<i>OLS, 2LS</i>	Independen: Keputusan Investasi (TAG) Keputusan Pendanaan (DER) Kebijakan Dividen (DPR) <i>Institusional Ownership</i> Dependen: Nilai Perusahaan (Harga saham)	DER dan DPR secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
Zunaidah Sulong and Fauzias Mat Nor (2008)	<i>Multivariate Regression Analysis</i>	Independen: Dividen (<i>dividend yield</i>), <i>ownership concentration</i> , Kepemilikan pemerintah, Kepemilikan manajerial, Kepemilikan asing Dependen: Firm Value (Tobin's Q) Pemoderasi: <i>board Duality, Board Independence, Board Size</i> serta Kontrol: Firm size, Leverage (DAR), Profitabilitass (EPS) dan Sektor industri.	Dividen dan kepemilikan pemerintah secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. <i>Ownership concentration, Board Government</i> dan struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. <i>Board duality</i> memoderasi secara signifikan hubungan antara dividen dan nilai perusahaan, pengaruh koefisien positif menjadi lebih rendah. Hasil moderasi <i>board duality</i> terhadap pengaruh kepemilikan pemerintah di tahun 2002 berpengaruh negatif signifikan. <i>Board duality</i> tidak mempengaruhi dividen dan kepemilikan pemerintah secara signifikan pada tahun 2005. <i>Board size</i> memoderasi signifikan hubungan antara dividen

Tabel 2.1 Lanjutan

Peneliti	Model Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
			dan nilai perusahaan yaitu pengaruh koefisien positif menjadi lebih rendah. Board size berpengaruh negatif pada kepemilikan asing thd nilai perusahaan pada 2002.
Ogbulu dan Emeni (2012)	<i>Ordinary Least Squares</i>	Independen: <i>Equit Debt (long-term debt)</i> Dependen: <i>Firm Value</i>	<i>Equity capital as a component of capital structure is irrelevant to the value of a firm. Debt be the major determinant of a firm's value.</i>
Yulia Efni (2012)	<i>Path Anlaysis</i>	Independen: Keputusan investasi, Keputusan pendanaan dan Kebijakan dividen. Moderator: Risiko perusahaan Dependen: Nilai Perusahaan	Keputusan investasi berpengaruh pada nilai perusahaan, tidak berpengaruh pada risiko perusahaan. Keputusan pendanaan hanya berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko perusahaan, sedangkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui risiko perusahaan.
Abdul Rasyid (2015)	<i>Multiple Regression Analysis</i>	Independen: Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional, Struktur modal (DER), Profitabilitas (ROE), Company Growth Dependen: Nilai Perusahaan (PBV).	<i>Institutional ownership, Profitability and Company growth have significant effect on the firm value. Managerial ownership, capital structure do not significantly affect the value of the company. Simultaneous test results prove that managerial ownership, institutional ownership, capital structure, profitability, company growth have significant effects on value</i>

Tabel 2.1 Lanjutan

Peneliti	Model Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
Untung Wahyudi dan Hartini P. Pawestri (2006)	<i>Path Analysis</i>	Independen: Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional. Intervening: Keputusan investasi (PPE/BVA, MVE/BE, MVA/BVA, CAP/BVA, CAP/MVA, PER), Keputusan pendanaan (BDE, BDA, LDE, MDE) Kebijakan dividen (DPR, Dividen Yield). Dependen: Firm Value (PBV).	<i>Management ownership had influence on investment decision and financing decision but its had not influence on dividend policy. Institutional ownership had not influence on financing decision and firm value. The financing decision had influence on firm value, but investment decision and dividend policy had not influence on firm value. Managerial ownership had direct and indirect influence on firm value with financing decision as intervening variable</i>
Kusiyah, Arief (2017)	<i>Linier Multiple Regression</i>	Independen: <i>Investment Decision</i> (PER), <i>Financing Decision</i> (DER), <i>Dividend Policy</i> (DPR) Dependen: <i>Firm Value</i> (PBV)	<i>Partially, PER and DPR affect positively and significant on firm value (PBV) DER has no affect to firm value (PBV).</i>
Bambang Sudiyatno, Elen Puspitasari, Andi Kartika (2012)	<i>Linier Multiple Regression</i>	Independen: <i>Capital Expenditure</i> (PPE), <i>Managerial Incentives</i> , <i>Capital Structure</i> (DAR) Dependen: <i>Firm Performance</i> (ROA), <i>Firm Value</i> (Tobin's Q)	<i>Financial leverage (DAR) affect significant negative on corporate performance (ROA) and has a significant positive affect on firm value (Tobin's Q). Incentives manager positive but not significant affect on corporate performance (ROA) but positive significant affect the value of the company (Tobin's Q). Capital expenditure (PPE) has a positive significant affect on firm performance</i>

Tabel 2.1 Lanjutan

Peneliti	Model Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
			<i>(ROA) but has a negative affect but not significant on firm value (Tobin's Q) Performance of the company (ROA) has a positive significant affect on firm value (Tobin's Q).</i>
Sorin Gabriel Anton (2016)	<i>Panel fixed effect model analysis</i>	Independen: <i>Dividend Policy (DPR)</i> Kontrol: <i>Leverage (DAR), Firm Size (TA), Profitability (ROA), Liquidity (Cr)</i> Dependen: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	<i>Partially dividend policy (DPR), Leverage (DAR), Firm size (TA) affect positively and significant on firm value (Tobin's Q) Profitability (ROA) and Liquidity (CR) do not have a statistically significant influence on firm value (Tobin's Q)</i>
Ozuomba C. N, Prof. Ezeabasili (2017)	<i>OLS Regression, Linier Multiple Regression</i>	Independen: <i>Dividend Policies (EPS, DPS)</i> Dependen: <i>Firm Value (MPS)</i>	<i>EPS, DPS affect positively and overwhelming significant on firm value.</i>
Obaid Ur Rohman (2016)	<i>Panel Data Regression</i>	Independen: <i>Capital structure (DAR, FATO, SG, EQ) Dividend Policy (DPR, EPS)</i> Dependen: <i>Firm Value (Tobin's Q)</i>	<i>Partially DAR, Sales Growth, EQ, EPS affect positively significant on firm value Tobin's Q) Partially, FATO, DPR affect positively insignificant on firm value (Tobin's Q)</i>
M Yasser Arafat, Ari Warokka, Ruswiati S. (2014)	<i>Linier Multiple Regression</i>	Independen: <i>Investment Decision (IOS) (MBAR), Capital Structure (DER)</i> Dependen: <i>Company Value (PBV)</i>	<i>Partially Leverage (DER) and Investment decision (MBAR) affect positively significant on company value (PBV) DER and MBAR simultaneously affect the firm performance with R² 64,4%</i>

Sumber: Data sekunder diolah, 2018

2.2 Manajemen Keuangan

Menurut Brigham and Houston (2010:5) manajemen keuangan disebut juga keuangan perusahaan berfokus pada keputusan yang berhubungan dengan seberapa banyak dan jenis aset apa yang harus diperoleh, bagaimana meningkatkan modal yang dibutuhkan untuk membeli aset dan bagaimana menjalankan perusahaan agar mencapai nilai maksimumnya.

Irham Fahmi (2014:1) mendefinisikan manajemen keuangan perusahaan merupakan penggabungan dari ilmu dan seni yang membahas, mengkaji dan menganalisis bagaimana seorang manajer keuangan dengan menggunakan seluruh sumber daya perusahaan untuk mencari dana, mengelola dana, dan membagi dana dengan tujuan mampu memberikan *profit* atau kemakmuran bagi para pemegang saham dan *suitainability* usaha bagi perusahaan.

Sudana (2011:1) menyatakan manajemen keuangan perusahaan adalah salah satu bidang manajemen fungsional perusahaan yang berhubungan dengan pengambilan keputusan investasi jangka panjang, keputusan pendanaan jangka panjang dan pengelolaan modal kerja perusahaan dengan tepat yang meliputi investasi dan pendanaan jangka pendek untuk mempertahankan nilai perusahaan.

Berdasarkan beberapa definisi manajemen keuangan diatas dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan adalah suatu ilmu dari proses untuk mengatur keuangan perusahaan, berkaitan dengan mendapatkan sumber pendanaan, mengelola pembelanjaan dana, menghasilkan laba yang maksimum, hingga mengatur kegiatan investasi dan instrumen keuangan lainnya untuk mencapai tujuan keuangan perusahaan.

2.2.1 Tujuan Manajemen Keuangan

Manajemen keuangan yang baik membutuhkan tujuan yang digunakan sebagai standar dalam memberikan keputusan keuangan yang tepat. Keputusan yang tepat adalah keputusan yang akan membantu mencapai tujuan tersebut. Irham Fahmi (2014:3) menyatakan tujuan perusahaan yang paling utama yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Pemahaman memaksimalkan nilai perusahaan adalah bagaimana pihak manajemen perusahaan mampu memberikan nilai yang maksimum pada saat perusahaan tersebut masuk ke pasar.

Berk et al (2011:10) menyatakan "*The goal of a firm should be determined by the firms owners (shareholders). All the shareholders will agree that they are better off if management makes decision that increases the value of the shares*" yang berarti tujuan perusahaan ditentukan oleh pemilik perusahaan (pemegang saham). Semua pemegang saham akan setuju jika manajemen perusahaan membuat keputusan yang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Sudana (2011:7) teori di bidang keuangan memiliki satu fokus tujuan, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan (*wealth of the shareholder*). Tujuan ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai pasar perusahaan. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, memaksimalkan nilai pasar saham sama dengan memaksimalkan harga saham.

Berdasarkan beberapa definisi tujuan manajemen keuangan diatas dapat disimpulkan bahwa tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik perusahaan atau pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan yang tergambarkan oleh harga sahamnya.

2.2.2 Fungsi Manajemen Keuangan

Manajer keuangan menjalankan fungsi-fungsi manajemen keuangan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu mencapai nilai perusahaan yang maksimal. Fungsi manajemen keuangan terdiri dari 3 keputusan pokok manajer keuangan sebagai pengambil keputusan keuangan perusahaan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga kebijakan tersebut bersama-sama saling memberikan dampak sinergis dalam meningkatkan harga pasar saham perusahaan (Harmono, 2014:6).

Sartono (2012:11) memaparkan bahwa dalam keuangan perusahaan terdapat tiga bidang fungsi utama yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Gitman (2009:13) dalam bukunya juga menyatakan bahwa aktivitas utama seorang manajer keuangan adalah menentukan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Penentuan keputusan tersebut didasarkan pada dampaknya kepada nilai perusahaan. Perusahaan mengoptimalkan kombinasi kebijakan tersebut untuk meningkatkan nilai kekayaan bagi para pemegang saham. Kombinasi kebijakan yang optimal dan tepat akan menghasilkan kinerja perusahaan yang baik sehingga persepsi investor tinggi terhadap perusahaan. Nilai perusahaan tergambarkan oleh harga saham karena harga saham menunjukkan dari persepsi investor terhadap perusahaan serta menggambarkan kekayaan dari pemegang saham.

2.3 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan menurut Harmono (2014:233) merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap

kinerja perusahaan. Menurut Brigham & Erhardt (2002:75) nilai perusahaan ditentukan oleh kinerja yang terlihat dalam laporan keuangan perusahaan, nilai perusahaan adalah dengan memaksimumkan kekayaan pemegang saham, yang berarti memaksimalkan harga saham biasa perusahaan.

Brealey dkk (2008:46) menyatakan harga saham sebagai nilai perusahaan mengikhtisarkan penilaian kolektif investor tentang seberapa baik keadaan suatu perusahaan, baik kinerja saat ini maupun prospek masa depannya. Peningkatan harga saham mengirimkan sinyal positif dari investor ke manajer.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai atau harga saham perusahaan. Keberhasilan atau kegagalan keputusan manajer hanya dapat dinilai berdasarkan dampaknya pada harga saham biasa perusahaan (Keown et al, 2010:199). Berdasarkan beberapa pendapat tentang definisi nilai perusahaan dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan suatu bentuk persepsi investor dari hasil kinerja perusahaan yang tergambarkan dari laporan keuangannya. Berdasarkan sudut pandang persepsi investor, nilai perusahaan yang *go public* akan tercermin dari harga sahamnya. Harga saham suatu perusahaan mengartikan memiliki kekuatan pasar dalam transaksi penawaran-permintaan saham di pasar modal. Memaksimumkan kemakmuran pemegang saham berarti dengan memaksimalkan harga saham biasa perusahaan hal ini dikarenakan kekayaan pemegang saham hanyalah jumlah lembar saham beredar dikalikan dengan harga pasar per lembar saham (Brigham dan Houston, 2014:7).

2.3.1 Hubungan Fungsi dengan Nilai Perusahaan

Hubungan antara fungsi keuangan dan nilai perusahaan digambarkan oleh

Sudana (2011:8). Faktor internal perusahaan berupa fungsi keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen akan mempengaruhi pendapatan yang diharapkan dan risiko. Keputusan investasi akan mempengaruhi pendapatan yang diharapkan karena dengan berbeda alternatif investasi yang digunakan perusahaan berbeda juga besaran pendapatan atau return yang akan diterima perusahaan. Keputusan investasi juga mempengaruhi risiko bisnis yaitu variabilitas pendapatan yang terjadi karena keputusan investasi. Besar kecilnya laba tergantung pada besar dan jenis dari investasi perusahaanya.

Keputusan pendanaan dan dividen juga memengaruhi pendapatan yang diharapkan. Semakin besar dividen semakin kecil laba ditahan sebagai pendanaan internal. Hal ini akan berdampak pada keputusan penggunaan dana eksternal. Perusahaan yang dibelanjai dengan kombinasi utang yang lebih besar, utang seluruhnya atau modal seluruhnya akan menghasilkan laba yang berbeda-beda. Hal ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan dan dividen memengaruhi pendapatan yang diharapkan. Keputusan pendanaan memengaruhi risiko keuangan suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh variabilitas laba bersih perusahaan. Laba bersih telah memperhitungkan biaya yang timbul karena keputusan pendanaan yaitu biaya bunga.

Dalam situasi yang tidak pasti, pendapatan yang diharapkan dan risiko harus dipertimbangkan pada setiap keputusan di bidang keuangan. Besar kecilnya risiko dan pendapatan yang diharapkan akan memengaruhi nilai suatu perusahaan. Pada perusahaan yang telah *go public*, nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga saham di pasar modal juga dipengaruhi faktor eksternal seperti kondisi ekonomi, politik dan sebagainya. Pengaruh eksternal tersebut akan

mempengaruhi keputusan investasi dan pendanaan yang dibuat oleh perusahaan yang selanjutnya akan berdampak pada pendapatan yang diharapkan dan harga saham di pasar modal.

2.3.2 Pengukuran Nilai Perusahaan

Menurut Weston dan Copeland (2008:244) bahwa ukuran yang paling tepat digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah rasio penilaian (*valuation*) yang terdiri dari *Price Earning Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), dan Tobin's Q.

Price Earning Ratio (PER) merupakan rasio perbandingan terhadap harga per saham terhadap laba per saham. Rasio ini mengukur jumlah yang rela dibayar oleh investor untuk setiap laba yang diperoleh perusahaan. Rasio ini menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Rasio *Price to Book Value* (PBV) merupakan rasio perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham. Rasio ini menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan.

Tobin's Q ratio menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap investasi. Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku penggantian aset (*asset replacement value*). Semakin besar nilai tobin's Q semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Klapper and Love, 2002).

Rasio yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan pada penelitian ini adalah *Tobin's Q*. *Tobin's Q Ratio* dapat menggambarkan nilai perusahaan yang

lebih informatif karena mempertimbangkan aset, modal dan hutang. Rasio ini menunjukkan berapa nilai pasar saham perusahaan saat ini terhadap biaya untuk mengganti perusahaan tersebut saat ini. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh investor ketika perusahaan tersebut dijual. Semakin besar Tobins Q, maka semakin besar nilai perusahaan dihargai pasar.

2.3.3 Tobin's Q

Tobin's Q ratio dikembangkan oleh Profesor James Tobin. Rasio ini menunjukkan nilai pasar dari suatu perusahaan dengan membandingkan nilai pasar suatu perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan dengan nilai penggantian aset (*asset replacement value*) perusahaan (Weston dan Copeland, 2008:244). Adapun rumus menghitung *Tobin's Q* disesuaikan dengan kondisi transaksi keuangan perusahaan-perusahaan di Indonesia sebagai berikut: Chung&Pruitt (1994), Darmawati (2004)

$$Tobins'Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Keterangan :

MVS : Harga saham x jumlah saham yang beredar

D : (Total hutang jangka pendek – total aset lancar) + total hutang jangka panjang

TA : Total aset

2.4 Keputusan Investasi

Brealey dkk (2008:4) menyatakan keputusan investasi adalah keputusan perusahaan untuk berinvestasi dalam aset berwujud maupun tak berwujud. Sejalan dengan Gitman (2009:13) yang menjelaskan bahwa keputusan investasi merupakan kombinasi dan jenis aset yang ditentukan oleh perusahaan.

Sutrisno (2012:5) mendefinisikan keputusan investasi adalah masalah bagaimana manajer keuangan harus mengalokasikan dana ke dalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang.

Menurut Sudana (2011:6) keputusan investasi berkaitan dengan proses pemilihan satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai menguntungkan dari sejumlah alternatif investasi yang tersedia bagi perusahaan. Hasil dari keputusan investasi yang diambil oleh manajemen perusahaan akan tampak di neraca sisi aset, yaitu berupa aset lancar dan aset tetap.

Secara umum investasi bisa terbagi kedalam dua bentuk yaitu investasi *real asset* misalnya tanah, bangunan, mesin-mesin dan investasi *financial asset* seperti saham, obligasi dan deposito. Berdasarkan beberapa definisi tentang keputusan investasi diatas, dapat ditarik kesimpulan setiap perusahaan dalam mencapai tujuannya, menjalankan operasional yang membutuhkan *real asset* meliputi aktiva berwujud dan tidak berwujud yang digunakan untuk menghasilkan barang dan jasa. Jika aset yang dimiliki perusahaan tidak maksimal, maka akan mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan produk atau jasanya, sedangkan jika memiliki aset yang berlebihan akan menambah biaya bagi perusahaan seperti biaya pemeliharaan dan lain-lain. Tolak ukur keberhasilan

keputusan investasi yang baik adalah kemampuan dalam memilih *real asset* yang tepat sehingga akan menghasilkan tingkat *return* yang maksimal bagi perusahaan. Bentuk keputusan investasi dalam penelitian ini dilihat dari pertumbuhan aset perusahaan setiap tahunnya.

2.4.1 Pengukuran Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan manajer keuangan dalam mengalokasikan dana ke dalam bentuk-bentuk investasi yang akan dapat mendatangkan keuntungan di masa yang akan datang, sehingga berfokus pada investasi jangka panjang. Gitman (2009:380) menjelaskan bahwa keputusan investasi jangka panjang adalah

“The process of evaluating and selecting long-term investments that are consistent with the firm’s goal of maximizing owner wealth”

Keputusan investasi merupakan keputusan yang berkaitan pada investasi aset yaitu aktiva tetap mempunyai masa hidup lebih dari satu tahun. Penanaman modal dalam aktiva tetap merupakan investasi jangka panjang. Besar kecilnya keputusan investasi pada aktiva tetap diukur dengan *capital expenditure* yang digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal yang dimanfaatkan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya sebagai indikator pertumbuhan perusahaan.

Menurut Gitman (2009:380) *Capital Expenditure is an outlay of funds by the firm that is expected to produce benefits over a period of time* yang berarti pengeluaran perusahaan yang diharapkan dapat menghasilkan keuntungan sepanjang periode lebih dari satu tahun. Carter dan Usry (2002:539) juga mendefinisikan *capital expenditure* adalah biaya atau dana yang dimaksudkan

untuk memberi manfaat di periode yang akan datang dan dilaporkan sebagai aktiva.

Berdasarkan beberapa definisi diatas, dapat ditarik kesimpulan bahwa *Capital Expenditure* adalah dana yang dikeluarkan perusahaan untuk investasi pada aktiva tetap seperti pembelian aktiva tetap yang baru, penggantian aktiva tetap yang lama dan pemeliharaan atas aktiva tetap dan diharapkan dapat menghasilkan keuntungan dalam jangka waktu lebih dari satu tahun. *Capital Expenditure* menunjukkan besarnya pengeluaran perusahaan untuk memperoleh aktiva produktif perusahaan sehingga mengindikasikan hasil dari keputusan investasi yang telah ditetapkan oleh perusahaan.

2.4.2 Rasio *Capital Expenditure to Total Asset*

Capital Expenditure merupakan pengeluaran perusahaan yang digunakan untuk membeli aktiva yang memberi manfaat dalam jangka waktu lebih dari setahun (Syamsyuddin, 2009: 410). Adapun menurut Jiang et al (2002) dan Nyun Kim (2014) rasio *capital expenditure* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Capital Expenditure: } \frac{\text{Total aktiva tetap } t - \text{Total aktiva tetap } t-1}{\text{Total aset}}$$

2.5 Keputusan Pendanaan

Menurut Kasmir (2010:6) keputusan pendanaan merupakan keputusan yang berkaitan dengan jumlah dana yang disediakan perusahaan, pemilihan sumber dan jenis dana baik yang bersifat utang jangka panjang, jangka pendek atau modal sendiri.

Brealey dkk (2008: 6) menyatakan keputusan pendanaan sering disebut juga kebijakan struktur modal, sebagai perbandingan antara pendanaan utang dan ekuitas. Moeljadi (2006:236) juga menyatakan bahwa keputusan pendanaan yaitu pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yaitu menentukan komposisi hutang dan modal sendiri yang akan tampak pada *Debt to Equity Ratio* (DER).

Keputusan pendanaan berkaitan dengan proses penentuan sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi yang direncanakan dengan berbagai alternatif sumber dana yang tersedia, sehingga diperoleh suatu kombinasi pembiayaan yang paling efisien. Hasil dari keputusan pendanaan tampak pada neraca sisi pasiva perusahaan, yaitu berupa utang lancar, utang jangka panjang dan modal. (Sudana 2011:6).

2.5.1 Faktor-faktor yang Perlu Diperhatikan dalam Keputusan Struktur Modal

Brigham dan Houston (2014:188) menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan mempertimbangkan beberapa faktor sebelum melakukan keputusan struktur modal yaitu :

1. Stabilitas Penjualan

Perusahaan yang memiliki tingkat penjualan stabil lebih mudah memperoleh utang dalam jumlah yang lebih besar serta mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat penjualan yang tidak stabil.

2. Struktur Aset

Perusahaan yang memiliki cukup banyak aset yang bisa digunakan sebagai jaminan cenderung memilih menggunakan utang karena aset dianggap sebagai jaminan yang baik.

3. *Leverage* Operasi

Perusahaan dengan risiko usaha yang rendah cenderung mampu menerapkan *leverage* keuangan.

4. Tingkat Pertumbuhan

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung mengandalkan modal eksternal.

5. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi cenderung untuk menggunakan sumber pendanaan internal dibandingkan dengan penggunaan utang.

6. Pajak

Tarif pajak yang tinggi menyebabkan perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan eksternal berupa hutang karena beban bunga dari pinjaman akan merupakan pengurang pajak.

7. Kendali

Pertimbangan kendali akan mengarah terhadap penggunaan utang maupun ekuitas yang disebabkan oleh perbedaan jenis modal yang akan memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen yang bervariasi dari satu situasi ke situasi lainnya.

8. Sikap Manajemen

Manajemen dapat memutuskan untuk mempertimbangkan struktur modal yang tepat bagi perusahaan baik berupa penggunaan utang maupun ekuitas.

9. Sikap Pemberi Pinjaman dan Lembaga Pemeringkat

Sikap pemberi pinjaman serta lembaga pemeringkat terhadap manajemen perusahaan akan mempengaruhi keputusan struktur keuangan perusahaan.

10. Kondisi Pasar

Kondisi pasar saham dan obligasi yang berubah-ubah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang dapat memberikan arah penting bagi struktur modal perusahaan yang optimal.

11. Kondisi Internal Perusahaan

Perusahaan yang memiliki prediksi bahwa laba yang diperoleh di masa yang akan datang lebih tinggi dari sebelumnya namun belum tercermin pada harga saham, maka perusahaan akan melakukan pendanaan dengan utang sampai laba yang lebih tinggi tercapai serta tercermin di dalam harga saham. Perusahaan juga bisa melakukan penerbitan saham biasa yang digunakan untuk melunasi utangnya.

12. Fleksibilitas Keuangan

Fleksibilitas keuangan yang terjadi di dalam perusahaan akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan kondisi yang baik dapat menghimpun modal melalui saham maupun obligasi,

sedangkan pada kondisi yang kurang baik perusahaan akan menghimpun modal melalui utang.

2.5.2 Teori Struktur Modal

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan terkait dengan peran struktur modal antara lain adalah teori sinyal, teori tradisional, teori Modigliani-Miller, teori *trade off*, dan teori *pecking order* (Sudana, 2011:147-155)

1. Teori Sinyal

Teori sinyal menyatakan perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung meningkatkan jumlah utangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak (Sudana, 2011: 153). Investor yang rasional akan memandang bahwa peningkatan nilai perusahaan berasal dari penggunaan utang yang tinggi. Investor akan menawarkan harga saham yang lebih tinggi setelah perusahaan menerbitkan utang untuk membeli kembali saham yang beredar. Investor memandang utang sebagai sinyal dari nilai perusahaan.

2. Teori Tradisional

Teori tradisional mengemukakan ada struktur modal optimal dan perusahaan yang dapat meningkatkan nilai total perusahaan dengan menggunakan jumlah utang tertentu. Perusahaan yang menggunakan utang yang semakin besar, akan menurunkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan. Walaupun pemegang saham meningkatkan tingkat kapitalisasi saham karena meningkatkan risiko bagi pemegang saham, peningkatan tersebut tidak melebihi manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang yang biayanya lebih murah.

3. Teori *Trade Off*

Teori *trade off* didalam Brigham dan Houston (2014:183) menjelaskan mengenai ringkasan teori pertukaran adalah adanya fakta bahwa bunga yang dibayarkan sebagai beban pengurang pajak membuat utang menjadi lebih murah dibandingkan dengan saham biasa atau saham preferen. Adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan. Teori ini merupakan keseimbangan antara keuntungan dan kerugian penggunaan utang.

Asumsi dasar yang digunakan dalam teori ini adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Pandangan ini pada intinya menyatakan bahwa perusahaan yang sama sekali tidak menggunakan hutang dalam pembiayaanya dan perusahaan yang pembiayaan investasinya menggunakan hutang seluruhnya adalah keputusan yang buruk. Keputusan terbaik adalah keputusan yang menggunakan kedua instrumen pembiayaan. Teori *trade off* struktur modal optimal menyatakan bahwa manajer akan berusaha meningkatkan tingkat utang sampai pada satu titik dimana nilai penghematan pajak dari tambahan pajak terimbangi oleh biaya kesulitan keuangan. (Brealey dkk, 2008: 24)

4. Teori Modigliani-Miller

a. Teori Mogdiliani-Miller Tanpa Pajak

Mogdiliani-Miller (MM) menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Sudana, 2011:148). MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori ini:

1. Tidak ada biaya pialang
 2. Tidak ada pajak
 3. Tidak ada biaya kebangkrutan
 4. Investor dapat meminjam dengan tingkat yang sama seperti perusahaan
 5. Seluruh investor memiliki informasi yang sama seperti manajemen tentang peluang investasi perusahaan di masa depan.
 6. EBIT tidak dipengaruhi oleh utang
- (Brigham dan Houston, 2014: 179)

b. Teori Mogdiliani Miller (MM) dengan pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan unsur pajak kedalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah yang berarti aliran dana kas keluar. Utang dapat digunakan untuk menghemat pajak karena biaya bunga sebagai pengurang pajak. Teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi, yaitu:

- Preposisi – 1

Nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

- Preposisi – 2

Biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal hutang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya (meski biaya modal saham meningkat). Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya karena teori ini mengabaikan biaya kebangkrutan.

5. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myers dan Majluf yang menyatakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Teori ini menjelaskan bahwa keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan berbeda

dengan pemikiran teori struktur modal optimal. Teori ini menjelaskan perusahaan memiliki urutan hirarki dalam penggunaan sumber dana, yaitu: (Brealey dkk, 2008 : 25)

- a. Perusahaan menyukai pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa.
- c. Kebijakan deviden yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran deviden yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi.
- d. Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan deviden yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

Pecking order theory menjelaskan mengapa perusahaan yang paling menguntungkan biasanya meminjam lebih sedikit, bukan karena perusahaan memiliki rasio utang sasaran rendah tetapi perusahaan memiliki laba ditahan yang dapat cukup digunakan sebagai sumber pendanaan sehingga tidak atau sedikit membutuhkan dana dari eksternal. (Brealey dkk, 2008: 26). Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai utang yang besar karena pendanaan internal yang tidak mencukupi dan atau utang merupakan sumber dana yang disukai.

2.5.3 Pengukuran Keputusan Pendanaan

Menurut Sjahrial dan Purba (2013:317) rasio struktur modal terdiri dari *Total Debt to Total Assets Ratio* (DAR), *Total Debt to Equity Ratio* (DER), *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDER)

Rasio *Total Debt to Total Assets Ratio* (DAR) ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan dibiayai oleh utang. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan

Rasio *Total Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan untuk mengukur perimbangan antara kewajiban yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri. Rasio ini juga dapat berarti sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utangnya dengan jaminan modal sendiri.

Rasio *Long Term Debt to Equity Ratio* (LDER) ini digunakan untuk menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang yang diberikan kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan.

Rasio ini juga digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara utang jangka panjang dijamin oleh modal sendiri

Pada intinya keputusan pendanaan yaitu struktur modal merupakan proporsi seberapa besar finansial perusahaan di danai oleh hutang baik hutang jangka panjang maupun jangka pendek dan seberapa besar dibiayai modal sendiri. Moeljadi (2006:236) menyebutkan keputusan pendanaan adalah pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yaitu menentukan komposisi hutang dan modal sendiri yang akan tampak pada *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio yang digunakan untuk mengukur keputusan pendanaan pada penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER).

2.5.4 *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER (*Debt to Equity Ratio*) adalah imbangannya antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri (Sutrisno, 2012:218). DER adalah rasio yang mendefinisikan seberapa banyak proporsi dari modal perusahaan yang sumber pendanaannya berasal dari pinjaman dan seberapa banyak pendanaannya berasal dari modal sendiri. Adapun rumus menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2008:49) adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \quad m$$

Keterangan:

Total Debt : Total hutang

Total Equity : Total keseluruhan modal perusahaan.

2.6 Kebijakan Dividen

Menurut Sudana (2011:167) kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan besarnya *dividend payout ratio* yaitu penentuan berapa besar dividen yang dibagikan dari bagian laba setelah pajak yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham.

Van Horne dan John M. Wachowicz (2013:206) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembaruan dividen dan penambahan saldo laba ditahan perusahaan. menurut Brigham dan Houston (2014:211) kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menghasilkan keseimbangan antara dividen saat ini, pertumbuhan di masa depan dan memaksimalkan harga saham perusahaan.

Dari beberapa definisi diatas disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan perusahaan dalam memperlakukan laba setelah pajak. Berapa proporsi yang dibagikan sebagai dividen dan yang di investasikan kembali ke dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan untuk pertumbuhan perusahaan, perluasan usaha dan lain-lain. Keputusan pembagian dividen perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Besar kecilnya dividen yang di bayarkan kepada pemegang saham berbeda-beda tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dilihat dari laba yang diperoleh, jumlah saham yang beredar, serta hasil dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang akan menentukan apakah laba tersebut akan dibagikan sebagai dividen dengan proporsi pembagian deviden itu sendiri ataukah akan ditahan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan.

2.6.1 Faktor-Faktor Kebijakan Dividen

Menurut Sudana (2011:170) faktor-faktor yang perlu perlu dipertimbangkan manajemen dalam menentukan kebijakan dividen:

a. Dana yang dibutuhkan perusahaan

Perusahaan yang berencana melakukan investasi yang membutuhkan dana yang besar di masa depan, maka perusahaan dapat memperolehnya melalui penyisihan laba ditahan. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, semakin besar pula bagian laba yang ditahan di perusahaan atau semakin kecil dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

b. Likuiditas

Dividen dapat dibayarkan dalam bentuk dividen tunai atau dividen saham. Perusahaan hanya mampu membayar dividen tunai jika perusahaan jika tingkat likuiditas (*cash ratio*) yang dimiliki perusahaan mencukupi. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin besar dividen tunai yang mampu dibayar perusahaan kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

c. Kemampuan Perusahaan dalam Meminjam

Salah satu sumber dana perusahaan adalah berasal dari pinjaman. Perusahaan dimungkinkan untuk membayar dividen yang besar, karena perusahaan masih memiliki peluang atau kemampuan untuk memperoleh dana dari pinjaman guna memenuhi kebutuhan dana yang diperlukan. Hal ini dimungkinkan karena *leverage* keuangan perusahaan masih rendah, dan perusahaan masih dipercaya oleh para

kreditor. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

d. Nilai informasi dividen

Beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa harga pasar saham perusahaan meningkat ketika perusahaan mengumumkan kenaikan dividen, dan harga pasar saham perusahaan turun ketika perusahaan mengumumkan penurunan dividen. Salah satu alasan atas reaksi pasar terhadap informasi pengumuman dividen tersebut adalah karena pemegang saham lebih menyukai pendapatan sekarang, sehingga dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Selain itu, dividen yang meningkat dianggap memberikan sinyal bahwa kondisi keuangan perusahaan baik, dan sebaliknya dividen turun memberikan sinyal keuangan perusahaan yang memburuk.

e. Pengendalian perusahaan

Jika perusahaan membayar dividen yang besar, kemungkinan perusahaan memperoleh dana dengan menjual saham baru untuk membiayai peluang investasi yang dinilai menguntungkan. Jika kondisi seperti itu, kendali pemegang saham lama atas perusahaan akan berkurang, jika pemegang saham lama tidak berjanji untuk membeli tambahan saham baru yang diterbitkan perusahaan. Pemegang saham mungkin lebih suka membayar dividen yang rendah dan membiayai kebutuhan dana untuk investasi dengan laba ditahan, sehingga tidak menurunkan kendali pemegang saham atas perusahaan.

- f. Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditur

Ketika perusahaan memperoleh pinjaman dari pihak kreditor, perjanjian pinjaman tersebut sering disertai dengan persyaratan-persyaratan tertentu. Salah satu bentuk persyaratan diantaranya adalah pembatasan pembayaran dividen yang tidak boleh melampaui jumlah tertentu yang disepakati. Tujuannya adalah untuk melindungi kepentingan pihak kreditor, yaitu kelancaran pelunasan pokok pinjaman dan bunganya.

- g. Inflasi

Semakin tinggi tingkat inflasi, semakin turun daya beli mata uang. Perusahaan harus mampu menyediakan dana yang lebih besar untuk membiayai operasi maupun investasi perusahaan pada masa yang akan datang. Apabila peluang untuk mendapatkan dana yang berasal dari luar perusahaan terbatas, salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut adalah melalui sumber dana internal, yaitu laba ditahan. Jika inflasi meningkat, dividen yang dibayarkan akan berkurang,

2.6.2 Teori Kebijakan Dividen

Terdapat beberapa teori mengenai kebijakan dividen yaitu (Brigham dan Houston, 2014: 211-216)

1. Teori *Dividend Irrelevance*

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa dalam keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham karena perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti jumlah yang dibayarkan sebagai dividen.

Nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan (*earning power*) dari aset perusahaan sehingga keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan (Van Horne dan John M. Wachowicz, 2013:202). Keputusan untuk membagikan laba perusahaan menjadi dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan dengan asumsi sebagai berikut :

- Pasar modal yang sempurna menyebabkan investor bersikap rasional.
- Tidak terdapat pajak perseorangan maupun pajak penghasilan perusahaan.
- Tidak terdapat biaya emisi (*flotation cost*) dan biaya transaksi.
- Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
- Informasi mengenai kesempatan investasi tersedia untuk setiap individu.

2. Teori *Bird-in-the-Hand*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Litner. Berdasarkan teori ini, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham (Sudana, 2011:169). Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. Investor merasa lebih aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen dibandingkan dengan pendapatan berupa *capital gain*. *Capital gain* yang diharapkan memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan

dengan *dividend yield* yang pasti karena investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield*.

3. *Tax Preference*

Berdasarkan teori *tax preference* kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. (Sudana, 2011: 169). Hal ini terjadi karena dividen dikenakan pajak, maka keuntungan akan lebih rendah. Beberapa investor lebih suka menahan laba mereka ke dalam perusahaan untuk pertumbuhan perusahaan sehingga memiliki prospek yang lebih baik di masa depan, atau dapat berupa *stock dividend* sehingga di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Investor memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan menghindari pajak.

4. *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersih perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari “*clientele*” ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya.

5. *Signaling Hypothesis*

Kenaikan dividen sering kali disertai dengan kenaikan harga saham. Sementara penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Namun, MM memiliki pandangan yang berbeda. MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang kecil merupakan suatu sinyal bahwa manajemen meramalkan laba masa depan yang buruk. Bagi MM, perubahan harga saham setelah kenaikan atau penurunan dividen tidak menunjukkan preferensi atas dividen dibandingkan laba ditahan, tetapi pengumuman dividen memiliki muatan sinyal atau informasi tentang laba di masa yang akan datang.

2.6.3 Pengukuran Kebijakan Dividen

Menurut Warsono (2003:275) indikator untuk mengukur kebijakan dividen yang secara luas digunakan ada dua macam yaitu *Dividend Yield* dan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Dividend Yield adalah suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. Rasio ini digunakan investor sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu investor akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividen yield* yang tinggi. Karena semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar dividen yang mampu dihasilkan.

Dividend Payout Ratio merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba setelah pajak yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. Semakin besar rasio ini semakin sedikit laba yang ditahan untuk membelanjai investasi yang dilakukan perusahaan.

Pada intinya, kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan dalam penentuan besarnya proporsi antara dividen dan laba ditahan dengan tepat. Hal ini dikarenakan kebijakan dividen berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan maka semakin kecil proporsi laba ditahan sebagai sumber dana internal perusahaan. Sudana (2011:167) menyatakan bahwa kebijakan dividen adalah penentuan besarnya *dividend payout ratio*. Moeljadi (2006:236) menyebutkan bahwa penentuan kebijakan dividen digambarkan melalui *dividend payout ratio*. Rasio yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR).

2.6.4 *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Dividend Payout Ratio (DPR) adalah rasio yang mengukur berapa besar bagian laba bersih setelah pajak yang dibagikan kepada investor berupa dividen sehingga akan mencerminkan kemampuan perusahaan di dalam membayar dividen kepada para pemegang sahamnya (Sudana, 2011:24). Semakin tinggi DPR mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki tingkat pembagian dividen tinggi sehingga akan memberikan kesan yang baik untuk investor yang berdampak dengan peningkatan nilai perusahaan tetapi, semakin rendah jumlah laba ditahan perusahaan sebagai sumber dana internal perusahaan.

Rumus *Dividend Payout Ratio* (DPR) menurut Sudana (2011: 24) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividend}}{\text{earning after tax}}$$

Keterangan:

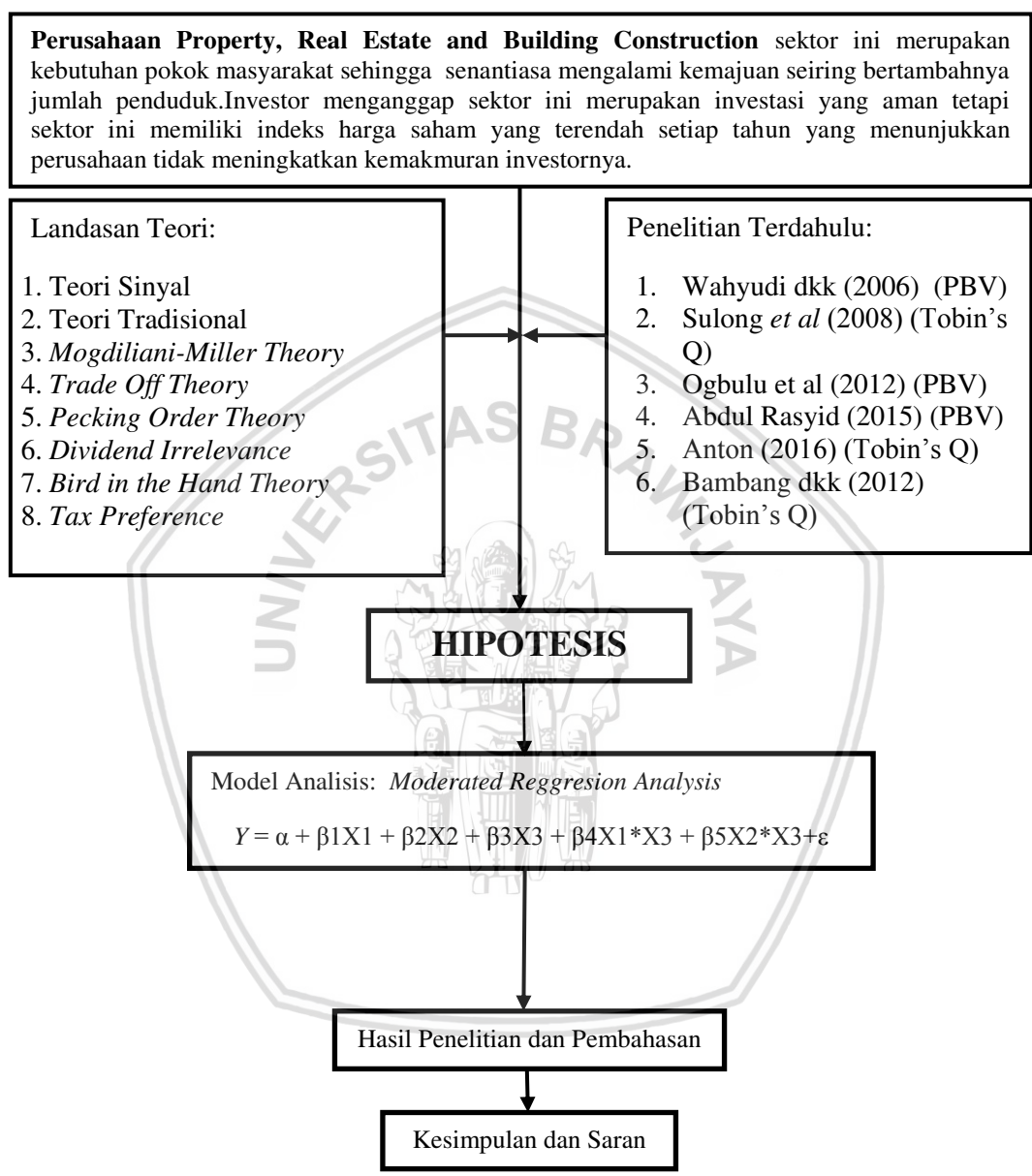
Dividend : Keseluruhan jumlah dividen yang dibagikan pada tahun buku

EAT : Laba bersih setelah pajak.

2.7 Kerangka Pikir Penelitian

Menurut Sugiyono (2013:92) kerangka pemikiran merupakan penjelasan sementara terhadap gejala yang menjadi objek permasalahan. Kriteria utama agar suatu kerangka pemikiran bisa meyakinkan ilmuwan, adalah alur-alur pemikiran yang logis dalam membangun suatu berpikir yang membuahkan kesimpulan yang berupa hipotesis.

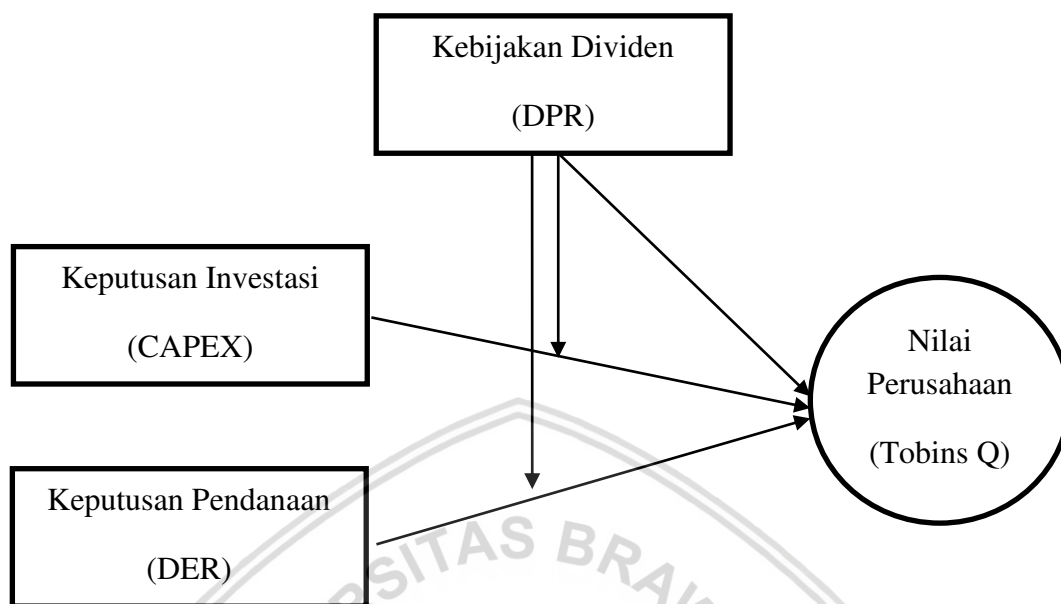
Kerangka berpikir dari penelitian kali ini dimulai dari adanya sebuah fenomena yang terjadi di perusahaan-perusahaan sektor *property, real estate and building construction* yang kemudian akan dikaitkan dengan teori-teori dan penelitian terdahulu yang telah dilakukan. Selanjutnya adalah penyusunan hipotesis atau jawaban sementara untuk menjawab perumusan masalah dan kemudian dari hipotesis tersebut akan dilakukan analisis data yang telah dikumpulkan dan selanjutnya menguji hipotesis untuk membuktikan apakah jawaban sementara tersebut signifikan atau tidak. Yang terakhir adalah pembuatan hasil dan kesimpulan yang merangkum keseluruhan hasil penelitian yang telah dilakukan.



Sumber: data diolah, 2018

Gambar 2.1 Kerangka Pikir Penelitian

2.8 Kerangka Konseptual



Gambar 2.2 Kerangka Konseptual

Sumber: data diolah, 2018

Keterangan:

CAPEX	= <i>Annual Fixed Assets in year</i>
DER	= <i>Debt to Equity Ratio</i>
DPR	= <i>Dividend Payout Ratio</i>
Tobins Q	= <i>Market value of equity plus debt to total assets</i>

2.9 Hipotesis

Hipotesis menurut Sekaran (2009:135) didefinisikan sebagai hubungan yang diperkirakan secara logis diantara dua atau lebih variabel yang diungkapkan dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji. Menurut Sugiyono (2014:64) Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam kalimat pernyataan.

Berdasarkan landasan teori serta hasil-hasil dari penelitian sebelumnya yang relevan dengan topik yang diteliti maka dalam penelitian ini, terdapat 5 (lima) hipotesis alternatif yang diajukan sebagai berikut:

Hipotesis 1: Keputusan Investasi (CAPEX) berpengaruh signifikan positif terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Keputusan investasi yang dipilih perusahaan akan menentukan kinerja perusahaan, keuntungan serta peluang pertumbuhan investasi di masa yang akan datang. Investasi yang dipilih diharapkan memberikan tingkat *return* yang lebih besar dari biaya yang dikeluarkan. Hal tersebut menjadikan investasi tersebut dikatakan menguntungkan dan pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Besar kecilnya dan bentuk investasi yang diputuskan oleh perusahaan akan mendukung kegiatan operasional perusahaan. Kegiatan operasional yang maksimal akan mendatangkan keuntungan yang maksimal. Kondisi ini akan dipandang positif oleh investor yang pada akhirnya meningkatkan nilai perusahaan.

Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi sejalan dengan Teori Modigliani-Miller yang menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasinya. Hal

ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Efni (2012), M. Yasser et al (2014), dan Kusiayah dkk (2017) yang menunjukkan bahwa keputusan investasi berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 2: Keputusan Pendanaan (DER) berpengaruh signifikan positif terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Keputusan pendanaan yang menggunakan kombinasi utang dan modal, utang seluruhnya atau modal sendiri seutuhnya untuk mendanai investasinya akan mempengaruhi besar kecilnya pendapatan yang diharapkan oleh investor sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan. Keputusan pendanaan disebut juga struktur modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER menggambarkan proporsi keputusan pendanaan yang berasal dari hutang dan modal sendiri. Semakin tinggi DER semakin mengindikasikan penggunaan utang yang lebih besar. Menurut beberapa teori struktur modal seperti teori *trade off*, dan teori MM dengan pajak menyimpulkan semakin besar proporsi utang perusahaan menimbulkan biaya bunga yang dapat mengurangi pajak sehingga membuat biaya lebih murah.

Salah satu sumber modal internal adalah dengan menerbitkan saham baru. Penerbitan saham baru membutuhkan biaya yang tinggi. Penerbitan saham baru akan membuat semakin banyaknya saham yang beredar yang kemungkinan bisa berdampak menurunkan harga saham. Perusahaan cenderung lebih memilih menggunakan hutang yang biayanya murah dibandingkan modal internal. Perusahaan yang tidak menggunakan utang sama sekali dalam pendanaanya adalah keputusan struktur modal yang buruk. Peningkatan pendanaan melalui hutang juga merupakan salah satu alternatif untuk mengurangi masalah keagenan.

Hutang dapat mengendalikan manajer untuk mengurangi tindakan *perquisites*. Ketersediaan hutang berarti tersedianya tambahan modal bagi perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional dan pengembangan usaha secara maksimal dengan biaya yang murah sehingga menghasilkan keuntungan yang maksimal. Penggunaan hutang yang lebih tinggi dalam keputusan pendanaan dinilai lebih menguntungkan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Masulis (1983), Wahyudi dkk (2006), Sudiyatno dkk (2012), Ogbulu et al (2015), Sorin Gabriel (2016), Obaid (2016) menemukan bahwa penggunaan hutang yang tinggi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 3: Kebijakan Dividen (DPR) berpengaruh signifikan positif terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Rasio DPR menunjukkan presentase laba yang dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham. Semakin tinggi dividen yang diberikan kepada pemegang saham semakin tinggi pula tingkat kesejahteraan pemegang saham sehingga meningkatkan nilai perusahaan. *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Hal ini serupa dengan *bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Litner (Brigham dan Houston 2014:213) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding *capital gain* karena memiliki risiko yang lebih rendah sehingga investor merasa lebih aman. Hal ini didukung beberapa

penelitian yang dilakukan oleh dari Sulong (2008), Anton (2016), Yuko (2016), Ozuomba et al (2017), Kusiya dkk (2017) menyimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Hipotesis 4: Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Investasi (CAPEX) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Keputusan investasi yang baik akan memberikan manfaat yang maksimal untuk perusahaan. Keputusan investasi yang tinggi diharapkan akan meningkatkan kinerja operasional perusahaan sehingga perusahaan dapat memperoleh pendapatan atau *return* yang maksimal dari investasi tersebut. Hal ini dinilai baik oleh investor. Pendapatan perusahaan tersebut dibagikan kepada para pemegang saham berupa dividen. Semakin besar keputusan investasi perusahaan, semakin besar pendapatan atau *return* yang akan diperoleh yang berarti semakin besar juga dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Hal ini akan memperkuat penilaian investor kepada investasi perusahaan karena dalam teori *Clientelle Effect* dijelaskan bahwa terdapat investor yang menyukai pembagian dividen. Semakin tinggi dividen yang diberikan merupakan informasi yang positif bagi investor sehingga meningkatkan nilai perusahaan (*Bird in The Hand Theory*). Berdasarkan hal ini kemungkinan besaran dividen yang dibagikan akan semakin memperkuat penilaian investor terhadap keputusan investasi perusahaan.

Hipotesis 5: Kebijakan Dividen (DPR) memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Pendanaan (DER) terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Kebijakan pendanaan merupakan penentuan sumber dana yang dipilih perusahaan dalam membiayai investasinya yang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* yaitu rasio perbandingan antara hutang dan modal yang digunakan

perusahaan. Keputusan pendanaan yang menggunakan proposi hutang lebih besar dinilai baik oleh investor. Penggunaan hutang dianggap lebih menguntungkan daripada menggunakan modal internal. Hutang memiliki biaya yang murah karena bunga mengurangi pajak sedangkan perusahaan memerlukan biaya yang tinggi untuk penerbitan saham baru. Penawaran saham baru juga memberikan dampak semakin banyak saham yang ditawarkan di pasar sehingga terdapat kemungkinan harga saham akan turun. Pengelolaan dana hutang yang tepat, akan menghasilkan kinerja yang baik dan memperoleh keuntungan yang maksimal. Keuntungan perusahaan akan semakin besar jika menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan karena memiliki biaya yang murah. Hal ini dipandang positif oleh investor sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Keuntungan yang diperoleh dari manfaat penggunaan hutang dibagikan pada pemegang saham berupa dividen. Teori *Bird in the Hand Theory* dan *Clientelle Effect* menjelaskan bahwa investor menyukai pembagian dividen karena dividen merupakan pendapatan yang pasti. Perusahaan yang membagikan dividen akan dinilai sebagai perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik (Brigham dan Houston, 2014:213-215). Hal ini berarti kemungkinan besaran dividen akan semakin memperkuat penilaian investor terhadap keputusan pendanaan perusahaan.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini termasuk pada jenis penelitian *explanatory research*. Penelitian eksplanatori adalah metode penelitian yang bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta pengaruh antara satu variabel dengan variabel lain (Sugiyono, 2014). Pengertian penelitian tersebut sesuai dengan tujuan penelitian ini yaitu, mengetahui pengaruh yang ditimbulkan dari keputusan investasi, keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel pemoderasi pada perusahaan sektor *property, real estate and building construction* di Bursa Efek Indonesia. Jenis penelitian dalam penelitian ini jika dilihat dari pendekatan analisisnya adalah penelitian dengan pendekatan kuantitatif. Menurut Sugiyono (2014) penelitian kuantitatif adalah penelitian dengan memperoleh data yang berbentuk angka atau data kualitatif yang diangkakan. Penelitian kuantitatif dilakukan pada data-data berupa angka yang kemudian diolah menggunakan metode statistik.

3.2 Lokasi dan Periode Penelitian

Lokasi penelitian adalah tempat dimana penelitian tersebut dilakukan, Dalam melakukan penelitian ini, peneliti mengambil lokasi di Galeri Investasi Pojok BEI yang berada di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya yang beralamat di Jl. MT. Haryono 165 Malang. Periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2014-2016.

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1 Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2014: 80). Menurut Sekaran (2006:121) Populasi merujuk pada keseluruhan kelompok dari orang-orang, kejadian, atau hal minat yang ingin peneliti investigasi. Berdasarkan beberapa definisi dapat disimpulkan bahwa populasi adalah keseluruhan dari objek-objek yang akan diteliti dalam suatu penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan *property, real estate and building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016 yang berjumlah 64 perusahaan.

3.3.2 Sampel

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki populasi (Sugiyono, 2014:81). Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan menggunakan metode sensus karena semua anggota populasi yang sesuai dengan kriteria menjadi sampel. Adapun kriteria yang digunakan pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan yang termasuk dalam sektor *property, real estate and building construction* yang terdaftar di BEI, tidak *delisting* selama periode penelitian dan mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap berturut-turut pada periode penelitian 2014-2016.

2. Perusahaan-perusahaan tersebut membagikan dividen selama masa periode penelitian, yaitu tahun 2014-2016.
3. Perusahaan tidak mengalami kerugian selama periode penelitian yaitu tahun 2014-2016.
4. Perusahaan tersebut menggunakan utang baik jangka pendek maupun jangka panjang sebagai salah satu sumber dananya selama masa periode penelitian yaitu tahun 2014-2016.
5. Perusahaan tersebut memiliki perubahan positif aktiva tetap selama masa periode penelitian yaitu tahun 2014-2016.

Berdasarkan kriteria penentuan sampel diatas maka perusahaan – perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian ini adalah sebanyak 17 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Berikut daftar perusahaan yang menjadi populasi dari penelitian ini:

Tabel 3.1
Tabel Penentuan Sampel Penelitian

Jumlah perusahaan <i>property, real estate dan building construction</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	64
Jumlah perusahaan yang tidak memenuhi kriteria	47
Jumlah sampel	17

Sumber: Data sekunder diolah, 2018.

Tabel 3.2
Sampel Penelitian

No.	Kode	Nama Perusahaan
1.	ACST	PT. Acset Indonusa Tbk.
2.	BEST	PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk.
3.	BSDE	PT. Bumi Serpong Damai Tbk.
4.	CTRA	PT. Ciputra Development Tbk.
5.	DILD	PT. Intiland Development Tbk .
6.	JRPT	PT. Jaya Real Property Tbk.
7.	MKPI	PT. Metropolitan Kentjana Tbk.
8.	MTLA	PT. Metropolitan Land Tbk.
9.	PLIN	PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.
10.	PTPP	PT. PP (Persero) Tbk.
11.	PUDP	PT. Pudjiadi Prestige Tbk.
12.	PWON	PT. Pakuwon Jati Tbk.
13.	SMRA	PT. Summarecon Agung Tbk.
14.	SSIA	PT. Surya Semesta Internusa Tbk.
15.	TOTL	PT. Total Bangun Persada Tbk.
16.	WIKA	PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk.
17.	WSKT	PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.

Sumber: Data sekunder diolah, 2018.

3.4 Jenis dan Sumber Data

3.4.1 Jenis Data

Pada penelitian ini, jenis data yang digunakan yaitu jenis data kuantitatif. Data yang berupa angka-angka yang dianalisis dengan cara diklasifikasikan dan dihitung sehingga diperoleh hasil yang tepat. Menurut Sugiyono (2014) data kuantitatif merupakan data-data berupa angka atau data kualitatif yang diangkakan. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan mengenai perubahan aset, utang dan modal serta dividen dalam laporan keuangan perusahaan sektor *property, real estate and building construction* periode 2014-2016 yang telah dipublikasikan.

3.4.2 Sumber Data

Sumber data yang digunakan di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut Sekaran (2007:65) data sekunder merupakan data yang mengacu pada informasi yang dikumpulkan dari sumber yang telah ada. Data ini dapat berupa angka, grafik, tabel, gambar diagram dan sebagainya. Dalam penelitian ini, data sekunder berupa data laporan keuangan perusahaan dan profil perusahaan yang dijadikan sampel penelitian yang diperoleh dari galeri investasi Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan perusahaan sektor *property, real estate and building construction* yang terdaftar di BEI selama periode 2014-2016 dimana laporan keuangan tersebut sudah dipublikasikan oleh masing-masing perusahaan.

3.5 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data adalah metode yang dipakai untuk mendapatkan data-data yang dibutuhkan sesuai dengan tujuan spesifik penelitian (Sekaran, 2006: 66). Metode pengumpulan data yang digunakan adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi merupakan teknik pengumpulan data dengan mencari sumber-sumber atau referensi terkait dengan penelitian ini, kemudian mengamati dan mencatat dan mengkaji semua data yang diperoleh dari sumber-sumber terkait. Peneliti mengumpulkan data sekunder dan mempelajari catatan-catatan perusahaan berupa laporan keuangan tahunan dari perusahaan yang terkait sampel penelitian, yang telah dipublikasikan melalui galeri investasi BEI di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.

3.6 Identifikasi Variabel dan Definisi Operasional

Menurut Sekaran (2007:25) variabel merupakan semua hal yang dapat membedakan atau membawa variasi pada nilai. Definisi variabel menurut Sugiyono (2014:38) adalah suatu atribut atau sifat atau nilai orang, obyek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya.

Berdasarkan pada perumusan masalah dan hipotesis yang telah diajukan pada bagian sebelumnya, variabel dalam penelitian ini dibagi menjadi tiga yaitu, variabel terikat atau variabel dependen dan variabel bebas atau variabel independen serta variabel moderator. Variabel-variabel yang diteliti secara operasional adalah sebagai berikut:

3.6.1 Variabel Bebas

Variabel bebas yaitu variabel yang mempengaruhi variabel terikat secara positif atau negatif (Sekaran, 2009:117). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel bebas adalah:

1. Keputusan Investasi (X1)

Keputusan investasi menurut Brealey dkk (2008:4) adalah keputusan perusahaan untuk berinvestasi dalam aset sehingga diukur menggunakan *Capital Expenditure* perusahaan. *Capital expenditure* adalah pengeluaran perusahaan yang digunakan untuk membeli aktiva yang memberi manfaat dalam jangka waktu lebih dari setahun (Syamsyuddin, 2009: 410). Adapun menurut Jiang et al (2002) dan Nyun Kim (2014) rasio *capital expenditure* dirumuskan sebagai berikut:

$$CAPEX = \frac{(Total\ aktiva\ tetap\ t - Total\ aktiva\ tetap\ t-1)}{Total\ Aset} \dots\dots\dots(1)$$

2. Keputusan Pendanaan (X2)

Menurut Moeljadi (2006:236) keputusan pendanaan yaitu pengambilan keputusan mengenai struktur modal, yaitu komposisi hutang dan modal sendiri sebagai sumber dana perusahaan. Keputusan pendanaan diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* DER adalah imbalan antara hutang yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri (Sutrisno, 2012:218). Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utangnya dengan jaminan modal sendiri. Adapun rumus menghitung *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut Ross, Westerfield, dan Jordan (2008:49) adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Ekuitas} \dots\dots\dots(2)$$

Pada penelitian ini total hutang dan ekuitas yang digunakan adalah total hutang dan total ekuitas perusahaan dalam periode 1 tahun. Perhitungannya yaitu dengan total liabilitas tahun t pada laporan keuangan dikurang dengan total liabilitas tahun t-1 pada laporan keuangan. Total ekuitas tahun t pada laporan keuangan dikurang dengan total ekuitas tahun t-1 pada laporan keuangan.

3.6.2 Variabel Moderator

Variabel moderator adalah variabel yang mempunyai pengaruh ketergantungan yang kuat dengan hubungan variabel terikat dan bebas (Sekaran,

2007:119). Kehadiran variabel moderator mengubah hubungan awal antara variabel bebas dan terikat. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel moderator adalah:

1. Kebijakan Dividen (X3)

Menurut Van Horne dan John M. Wachowicz (2013:206) kebijakan dividen perusahaan adalah kebijakan dalam menentukan alokasi yang tepat pembayaran dividen dari saldo laba perusahaan. Kebijakan dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). *Dividend Payout Ratio* merupakan rasio yang mengukur berapa besar bagian laba bersih setelah pajak yang dibagikan kepada investor berupa *cash dividen*. Rumus *Dividend Payout Ratio* (DPR) menurut Sudana (2011:24) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba setelah pajak}} \dots \dots \dots (3)$$

3.6.3 Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat merupakan variabel yang ditentukan oleh variabel bebas (Sekaran, 2009:116). Dalam penelitian ini yang menjadi variabel terikat adalah:

1. Nilai Perusahaan (Y)

Menurut Sartono (2010:487) nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Nilai perusahaan diukur menggunakan Tobin's Q. Tobin's Q menghitung seberapa besar pasar menilai perusahaan terhadap *replacement cost* dari aset perusahaan yang artinya berapa nilai jual perusahaan bagi pasar jika perusahaan tersebut dijual. Rasio ini digunakan untuk mengukur nilai perusahaan dari perspektif investor. Semakin besar

nilai tobin's Q semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.. Rumus Tobin's Q yang dimodifikasi oleh Lindenberg and Ross (1981), Klapper and Love (2004) adalah sebagai berikut:

$$Tobins\ Q = \frac{(Nilai\ Pasar\ Saham + Nilai\ Buku\ hutang)}{Total\ Aset} \dots\dots\dots(4)$$

3.7 Metode Analisis Data

3.7.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk menggambarkan atau deskripsi suatu variabel seperti nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai maksimum dan nilai minimum (Sugiyanto, 2009:181)

3.7.2 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik bertujuan untuk menguji kelayakan model regresi dalam penelitian ini agar menjadi model yang BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*) sehingga model tersebut dapat digunakan untuk keperluan estimasi serta mengurangi bias data. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini meliputi uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji multikolinearitas dan uji autokorelasi.

3.7.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel residual mempunyai distribusi normal (Ghozali, 2011: 160). Model regresi yang baik adalah yang memiliki distribusi normal atau mendekati normal.

Menurut Ghozali (2011:160) terdapat dua cara untuk mendekteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak, yaitu:.

1. Analisis Grafik

Cara termudah untuk melihat normalitas yaitu dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Metode lain yang lebih handal adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau melihat histogram dari residualnya. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Sebaliknya, jika titik-titik menyebar jauh tidak mengikuti garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal maka regresi memenuhi asumsi normalitas.

2. Analisis Statistik

Uji statistik yang digunakan untuk menguji normalitas adalah uji statistik *nonparametric Kolmogorov-Smirnov*. Pedoman dalam pengambilan keputusan normal atau tidaknya data yang akan diolah jika nilai signifikansi *Kolmogorov-Smirnov* $>0,05$.

3.7.2.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ditemukan adanya korelasi atau hubungan yang signifikan antar variabel

bebas. Dalam model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas (Ghozali, 2011:53). Multikolinearitas akan menyebabkan koefisien regresi bernilai kecil dan standar *error* regresi bernilai besar sehingga pengujian variabel bebas secara individu akan menjadi tidak signifikan. Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *Tolerance Value* atau VIF (*Variance Inflation Factor*). Apabila tingkat korelasi <95%, nilai VIF < 10 atau nilai *tolerance* > 0,1 mengindikasikan bahwa model regresi bebas dari multikolinearitas.

3.7.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi adalah untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara residual periode t dengan residual periode $t-1$ (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi adalah uji Durbin-Watson (*DW test*)

Kriteria dengan pengambilan keputusan ada tidaknya korelasi adalah sebagai berikut (Ghozali, 2011:53) :

1. Bahwa nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* (du) dan $(4-du)$, maka koefisien autokorelasi sama dengan nol yang berarti tidak ada autokorelasi positif.
2. Bahwa nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau *lower bound* (dl), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari 0 maka ada autokorelasi positif.

3. Bila nilai DW lebih besar daripada batas bawah atau *lower bound* (4-dl), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari 0 berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak diantara batas atas (du) dan batas bawah (dl) atau DW terletak antara (4-du) dan (4-dl), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

3.7.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011: 64).

Cara mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilihat dari grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID) dan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali 2011:64)

3.7.3 Uji Kelayakan Model (Uji F)

Uji F bertujuan untuk menguji apakah substruktur model yang digunakan telah layak atau dinyatakan baik (*goodness of fit*), sehingga dapat dipastikan model regresi tersebut dapat digunakan. Layak disini maksudnya adalah model yang diestimasi layak digunakan untuk menjelaskan pengaruh variabel-variabel bebas terhadap variabel terikat. Dasar pengambilan keputusannya adalah:

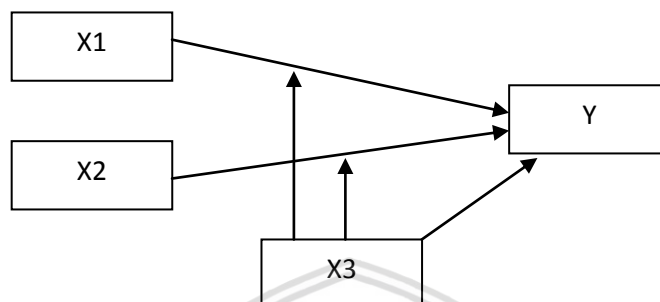
1. Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$, maka model regresi tidak *fit*.
2. Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, maka model regresi *fit*.

Uji F juga dapat dilakukan dengan melihat nilai signifikansi F dengan taraf signifikan 0,05 ($\alpha = 5\%$). Jika nilai signifikansi lebih besar dari α maka hipotesis ditolak, yang berarti model regresi tidak *fit*. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari α maka hipotesis diterima, yang berarti model regresi *fit*.

3.7.4 Moderated Regression Analysis

Menurut Ghazali (2011:223) Uji interaksi atau sering disebut dengan *Moderated Regression Analysis* (MRA) merupakan aplikasi khusus regresi linier berganda dimana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi, perkalian dua atau lebih variabel independen. Analisis ini digunakan untuk mengetahui tingkat pengaruh pada suatu hubungan. Pada penelitian ini ingin diketahui besaran pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat serta ingin diketahui apakah variabel moderasi yang digunakan dapat memperlemah atau memperkuat hubungan pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen.

Langkah pertama yaitu pengembangan model teoritis pada penelitian ini,. Berdasarkan hubungan antar variabel, secara teoritis dibuat model dalam bentuk diagram sebagai berikut:



Sumber: Data Diolah, 2018

Gambar 3.1. Diagram Regresi Moderasi dari Model Teoritis Penelitian

Berdasarkan kerangka teoritis diatas dengan menggunakan pengujian *Moderating Regression Analysis* (MRA) dinyatakan persamaan sebagai berikut: (Ghozali, 2011:229) (Gudono, 2011:7)

- 1) $Y = \beta_1 + \beta_2 X_1 + \beta_3 X_2 + \beta_4 X_3 + \epsilon_i$
- 2) $Y = \beta_5 + \beta_6 X_1 + \beta_7 X_2 + \beta_8 X_3 + \beta_9 X_1 * X_3 + \beta_{10} X_2 * X_3 + \epsilon_i$

Keterangan:

- Y = Nilai perusahaan (Tobin's Q)
- α = Nilai Konstanta
- $\beta_1, 2, 3, \dots$ = Koefisien Regresi
- X1 = Keputusan Investasi (CAPEX)
- X2 = Keputusan Pendanaan (DER)
- X3 = Kebijakan Dividen (DPR)
- $X_1 * X_3$ = Interaksi antara CAPEX dan DPR

$X_2 * X_3$ = Interaksi antara DER dan DPR

ε = error (variabel lain yang tidak dimasukkan)

3.7.5 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Menurut Priyatno (2010:67) uji t digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dasar pengambilan keputusannya adalah:

- Jika $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka hipotesis diterima. Variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen
- Jika $t_{hitung} < t_{tabel}$, maka hipotesis ditolak. Variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Uji t juga dapat digunakan dengan melihat nilai signifikansi t masing-masing variabel pada *output coefficients* dari hasil regresi dengan taraf signifikan 0,05 ($\alpha=5\%$). Jika nilai signifikansi lebih besar dari α maka hipotesis ditolak, yang berarti secara parsial variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari α maka hipotesis diterima, yang berarti secara parsial variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.7.6 Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Ghazali (2011:106) pada intinya, koefisien determinasi mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 dan 1. Apabila hasil R^2 mendekati 1 maka hasil tersebut mengindikasikan variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi

variabel dependen. Namun, jika hasil R^2 mendekati 0 berarti kemampuan dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Tetapi penggunaan koefisien determinasi tersebut memiliki suatu kelemahan, yaitu terdapatnya suatu bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan kedalam model. Agar terhindar dari bias tersebut, maka digunakan nilai *adjusted* R^2 , dimana nilai *adjusted* R^2 mampu naik atau turun apabila terjadi penambahan satu variabel independen.



BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Sektor *Property, Real Estate and Building Construction*

Sektor *Property, Real Estate and Building Construction* merupakan salah satu sektor dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sektor ini terbagi menjadi dua sub-sektor yaitu sub sektor properti dan perumahan serta sub sektor konstruksi bangunan. Sektor properti dan perumahan adalah sektor yang terdiri dari perusahaan yang selain memiliki kepemilikan juga melakukan pemasaran bisa berupa menjual atau menyewakan atas kepemilikan tanah atau bangunan (<https://www.sahamok.com>). Perusahaan properti menurut SK Menteri Perumahan Rakyat no.05/KPTS/BKP4N/1995 pasal 1 ayat 4, properti adalah tanah hak dan atau bangunan permanen yang menjadi objek pemilik dan pembangunan. Pengertian industri *real estate* tercantum dalam PDMN No.5 Tahun 1974 yang mengatur tentang industri *real estate* merupakan perusahaan properti yang bergerak dalam bidang penyediaan, pengadaan, serta pematangan tanah bagi keperluan usaha-usaha industri, termasuk industri pariwisata. Produk yang dihasilkan dari industri properti dan perumahan sangatlah beragam. Produk tersebut berupa apartemen, rumah toko (ruko), rumah kantor (rukan), gedung perkantoran, pusat perbelanjaan berupa mall, plaza, atau *trade center*.

Diawal tahun 1968, industri properti dan perumahan mulai bermunculan. Perkembangan industri properti dan perumahan senantiasa berkembang pesat dari masa ke masa ditunjukkan dengan semakin banyak perusahaan di industri ini bermunculan, semakin banyaknya jumlah perumahan, gedung-gedung,

apartemen, pusat perbelanjaan dan lain lain, serta semakin banyak perusahaan yang memperluas *landbank* dan melakukan ekspansi bisnis. Hal ini disebabkan oleh seiring semakin meningkatnya jumlah penduduk yang terus bertambah. Mulai tahun 80-an, industri ini sudah mulai terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Jumlah perusahaan properti dan perumahan yang terdaftar di BEI pada tahun 1990-an hanya berjumlah sebanyak 22 perusahaan, memasuki tahun 2000-an hingga tahun 2013 jumlah perusahaan terdaftar menjadi 45 perusahaan dan pada tahun 2017 terakhir tercatat menjadi 48 perusahaan.

Sub sektor kedua adalah sub sektor konstruksi bangunan. Konstruksi bangunan meliputi semua kegiatan yang hasil akhirnya berupa bangunan atau konstruksi yang menyatu dengan tempat kedudukannya, baik dimanfaatkan untuk tempat tinggal atau sarana kegiatan lainnya. Hasil kegiatan tersebut antara lain bisa digunakan secara individu atau umum seperti perumahan, jalan, gedung, jembatan, rel, dan jembatan kereta api, terowongan, bangunan pembangkit listrik, transmisi, distribusi dan bangunan jaringan komunikasi. Kegiatan konstruksi meliputi perencanaan, persiapan, pembuatan, pembongkaran dan perbaikan bangunan. Perusahaan subsektor konstruksi bangunan mengalami peningkatan yaitu pada tahun 1990-an jumlah perusahaan yang terdaftar hanya sebanyak satu perusahaan, namun memasuki tahun 2000-an hingga tahun 2013 jumlah perusahaan terdaftar menjadi sebanyak 9 perusahaan dan pada tahun 2017 terakhir meningkat menjadi 16 perusahaan tercatat.

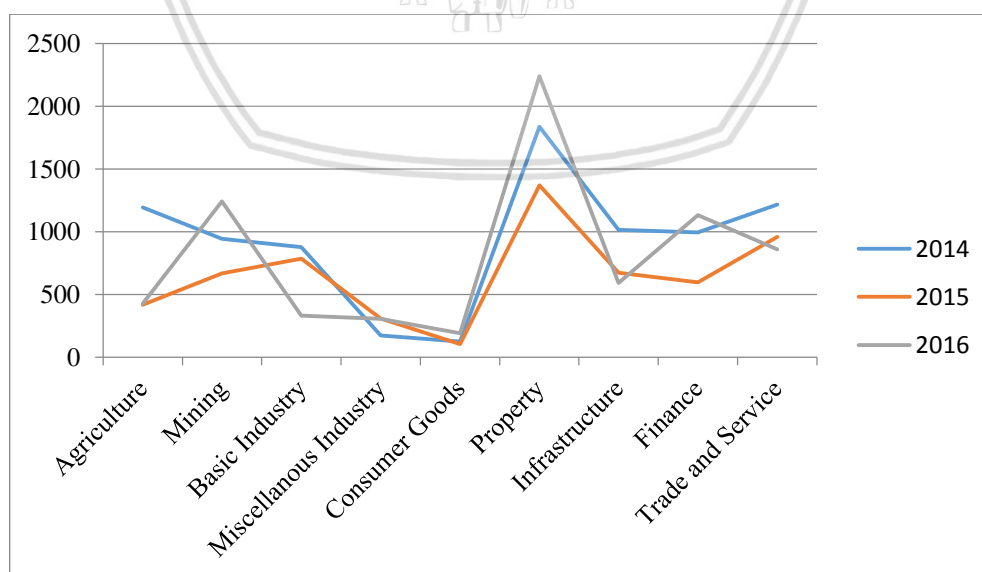
Sektor properti dinilai memiliki peranan penting dalam mendorong pertumbuhan perekonomian nasional. Sektor properti, perumahan dan konstruksi bangunan selain turut mendorong pertumbuhan ekonomi karena sebagai tolak

ukur pembangunan suatu negara dan menyerap tenaga kerja, sektor ini juga memiliki *multiplier effect* terhadap sektor lain. *Multiplier effects* adalah suatu kegiatan yang dapat memacu timbulnya kegiatan lain yang jika dilihat dari segi ekonomi perkembangan properti akan mendorong perkembangan industri lainnya. Sebagai gambaran, dalam membangun sebuah bangunan, tentu akan membutuhkan beragam hasil industri lainnya, mulai dari semen, besi, pasir, kaca dan lainnya. Terdapat sekitar 170 industri turunan yang berada di dalam sektor properti dan perumahan. Begitu juga sektor konstruksi yang menempati posisi ketiga sebagai pendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia sepanjang 2016, dengan kontribusi 0,51 persen setelah sektor industri pengolahan dan sektor perdagangan. Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (BPS), sektor konstruksi tumbuh 5,22% pada 2016, dengan besaran distribusi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) 10,38%. Angka ini menjadikannya di urutan ke-4 setelah sektor industri, pertanian, dan perdagangan. (<https://properti.kompas.com>)

Berdasarkan data yang dihimpun oleh Asosiasi REI (Real Estate Indonesia), perkembangan investasi properti di Indonesia meningkat hingga 30 persen pada 3 tahun terakhir. Begitu pula pasar konstruksi Indonesia tercatat merupakan sebagai pasar konstruksi terbesar Asia Tenggara dan nomor 4 terbesar di Asia, setelah China, Jepang dan India. Dari data Kementerian Pekerjaan Umum dan Perumahan Rakyat (PUPR), China menjadi yang paling terbesar di mana pangsa pasar jasa konstruksinya memiliki potensi senilai US\$ 1,78 triliun disusul oleh pasar konstruksi Jepang senilai US\$ 742 miliar, kemudian India US\$ 427 miliar, dan Indonesia senilai US\$ 267 miliar. Dilansir dari kabarbisnis.com, tingginya nilai investasi dan nilai belanja pemerintah juga turut menjadikan

Indonesia sebagai salah satu pasar konstruksi terbesar di dunia. Pertumbuhan belanja konstruksi di Indonesia menjadi salah satu yang tertinggi di wilayah Asia. Tingginya investasi kapital dan tingginya tingkat investasi modal menjadikan industri konstruksi berhasil melampaui pertumbuhan ekonomi di Indonesia selama satu dekade terakhir. Ini juga menjadi kontributor yang signifikan terhadap PDB dari senilai Rp 125,3 triliun pada 2003 menjadi Rp 907,3 triliun pada 2013.

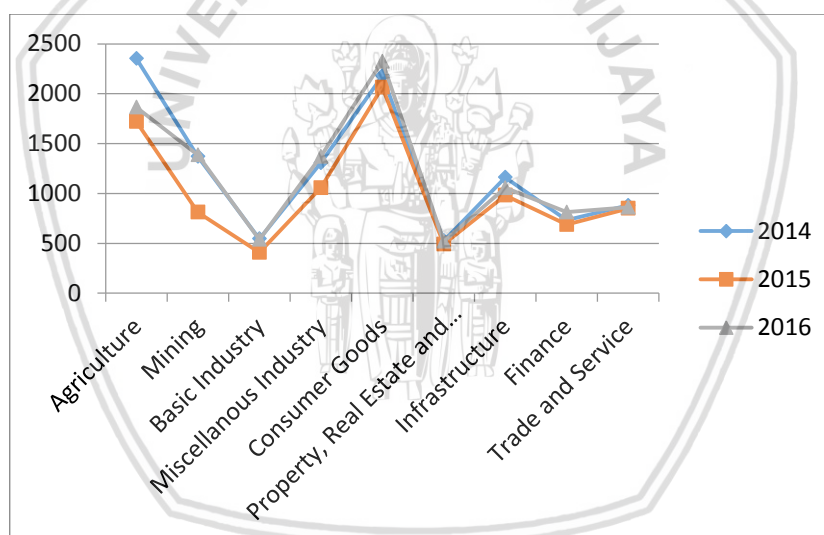
Sektor properti yang berkembang maju dan meyakinkan di Indonesia membuat saham sektor properti sangat diminati para calon investor di bursa saham. Menurut data statistik pasar modal yang dipublikasikan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan perusahaan sektor *property, real estate, and building construction* senantiasa memiliki volume perdagangan saham tertinggi diantara sektor-sektor lain setiap tahunnya. Tercatat sektor properti dan perumahan berhasil menjual volume sahamnya rata-rata 1.837 juta pada tahun 2014, 1.370 juta pada tahun 2015, 2.239 juta pada tahun 2016 dan 3.512 juta pada tahun 2017.



Sumber: data diolah, 2018

Gambar 4.1 Perkembangan Volume Perdagangan Saham Sektoral

Meski kondisi pasar properti maju dan memiliki volume perdagangan saham yang tinggi, harga saham sektor properti 3 tahun terakhir menunjukkan performa yang buruk dan berada pada posisi *underperform*. Sektor properti, real perumahan dan konstruksi bangunan masih menunjukkan performa negatif, dengan angka -2,88%. Berdasarkan data Bursa Efek Indonesia, indeks sektor properti, perumahan dan konstruksi bangunan sepanjang 2017 turun 4,31% di saat IHSG justru melonjak 19,99%. Kinerja sektor properti ternyata tidak terbukti membaik meski suku bunga Bank Indonesia turun dan kebijakan *loan to deposit ratio* diperlonggar. Isu terberat yang membebani performa saham sektor properti adalah faktor pendanaan. (<http://market.bisnis.com/>)



Sumber: data diolah, 2018

Gambar 4.2 Perkembangan Pergerakan Indeks Harga Saham Sektoral

Harga saham sektoral 4 tahun terakhir menunjukkan bahwa sektor properti memiliki indeks harga paling rendah setiap tahunnya dibandingkan sektor-sektor lain di Bursa Efek Indonesia. Tercatat Rp. 524,908 pada tahun 2014, Rp. 490,933 pada tahun 2015 Rp. 517,81 pada tahun 2016, Rp. 563,74 pada tahun 2017.

4.2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif memberikan gambaran secara umum suatu objek yang dijadikan sampel penelitian. Hal ini digunakan untuk mengumpulkan, mengolah, menyajikan serta menganalisis data kuantitatif secara deskriptif yang dilihat dari nilai maksimum, minimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Statistik deskriptif menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian.

Variabel yang dideskripsikan dalam penelitian ini adalah variabel keputusan investasi yang diproksikan menggunakan *capital expenditure to total asset* dan keputusan pendanaan yang diproksikan menggunakan DER sebagai variabel independen, kebijakan dividen yang diproksikan menggunakan DPR sebagai variabel pemoderasi dan nilai perusahaan yang diproksikan dengan Tobin's Q sebagai variabel dependen. Sebelum melakukan pengujian hipotesis, sebaiknya dilakukan uji statistik deskriptif terlebih dahulu agar dapat memahami pola data. Analisis statistik deskriptif sampel perusahaan dapat digambarkan secara singkat sebagai berikut:

Tabel 4.1
Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation
X1	51	0,00584	0,33844	0,80892	0,069404
X2	51	-14,025	48,3399	2.98856	8.889426
X3	51	0,03529	0,87242	0,24793	0,200996
Y	51	0,13945	4,07397	1,24082	0,942304

Sumber: Data Diolah, 2018

Keterangan:

- X1 : Keputusan Investasi
- X2 : Keputusan Pendanaan
- X3 : Kebijakan Dividen
- Y : Nilai Perusahaan

Hasil statistik deskriptif pada tabel 4.1 menunjukkan bahwa penelitian pada 17 perusahaan *property, real estate and building construction* dengan periode penelitian 2014-2016 dengan sebanyak 51 sampel data yang diambil dari laporan keuangan publikasi tahunan menunjukkan nilai minimum, maksimum, *mean* serta standar deviasi. Berikut adalah gambaran data dari masing-masing variabel penelitian:

1. Keputusan Investasi (X1)

Capital expenditure menunjukkan besarnya pengeluaran perusahaan untuk memperoleh aktiva produktif perusahaan yang diharapkan akan memberikan masa manfaat dalam lebih dari satu tahun. *Capital expenditure* diukur dengan besarnya perubahan atas aktiva tetap perusahaan tahun sekarang dengan aktiva tetap perusahaan satu tahun sebelumnya dibandingkan dengan nilai total aktiva. Rata-rata *capital expenditure* pada perusahaan sektor *property, real estate and building construction* di Indonesia selama periode penelitian adalah sebesar 0,080892 yang dapat disimpulkan bahwa rata-rata perusahaan-perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia mengalami pertumbuhan investasi aset tetap selama periode 2014-2016 sebesar 8% setiap tahunnya. Pertumbuhan aset dilakukan perusahaan dengan harapan dapat memberikan *return* yang maksimal. Semakin besar pertumbuhan aset akan semakin besar *return* yang diharapkan di masa mendatang. Data *Capital expenditure* pada penelitian ini memiliki nilai minimum 0,00584 yang menunjukkan *capital expenditure* terendah yang

dimiliki oleh PT. Metropolitan Land Tbk pada tahun 2014 dan nilai maksimum sebesar 0,33844 yang merupakan *capital expenditure* tertinggi adalah PT. Pakuwon Jati Tbk pada tahun 2014. Terdapat 3 (tiga) dari 51 data sampel *capital expenditure* yang berada mendekati nilai minimal dan 3 (tiga) data yang mendekati nilai maksimal, sedangkan data lainnya berada di sekitar rata-rata. Standar deviasi dari keputusan investasi adalah 0,069404 yang berarti besaran sebaran suatu kelompok data terhadap rata-ratanya dalam sampel atau seberapa jauh titik data terhadap rata-ratanya adalah sebesar 0,069404, tidak terlalu jauh dari rata-ratanya. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan-perusahaan di properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia cenderung memiliki pertumbuhan investasi yang relatif sama.

2. Keputusan Pendanaan (X2)

DER (*Debt to equity ratio*) merupakan rasio yang membandingkan proporsi hutang dengan ekuitas yang digunakan perusahaan. Rasio ini dirumuskan dengan cara membandingkan antara seluruh hutang, termasuk hutang jangka pendek maupun jangka panjang dengan seluruh ekuitas. Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utangnya dengan jaminan modal sendiri. Rata-rata *Debt to Equity Ratio* pada perusahaan sektor *property, real estate and building construction* di Indonesia pada periode penelitian adalah sebesar 2,98856. Rata-rata DER yang tinggi cenderung jauh dari angka 1

berarti penggunaan hutang rata-rata yang lebih lebih tinggi daripada modal. Hal ini dapat disimpulkan bahwa rata-rata penggunaan hutang perusahaan-perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia melebihi ekuitasnya. Data *Debt to Equity Ratio* pada penelitian ini memiliki nilai minimum -14,025 yang berarti merupakan nilai DER terendah yang dimiliki oleh PT. PT. Total Bangun Persada Tbk. pada tahun 2014. *Debt to Equity Ratio* tertinggi 48,3 dimiliki oleh PT. Surya Semesta Internusa Tbk. pada tahun 2017 dengan nilai. Terdapat 5 (lima) dari 51 data sampel DER yang berada mendekati nilai minimal dan 2 (dua) data yang mendekati nilai maksimal, sedangkan data lainnya berada di sekitar rata-rata. Standar deviasi dari keputusan pendanaan adalah 8,88942 yang berarti besaran sebaran suatu kelompok data terhadap rata-ratanya dalam sampel atau seberapa jauh titik data terhadap rata-ratanya adalah sebesar 8,88942, sangat jauh dari rata-ratanya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia memiliki struktur modal yang bervariasi. Masing-masing perusahaan memiliki pertimbangan-pertimbangan dalam menentukan proporsi dari hutang dan modal yang terbaik bagi perusahaannya.

3. Kebijakan Dividen (X3)

Dividend Payout Ratio merupakan rasio yang mengukur berapa besar bagian laba bersih setelah pajak yang dibagikan kepada investor berupa cash dividen. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan di dalam membayar dividen kepada para pemegang sahamnya. Rata-

rata *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan sektor *property, real estate and building construction* di Indonesia selama periode penelitian adalah sebesar 0,2479345 yang dapat disimpulkan bahwa rata-rata pembagian dividen perusahaan-perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia selama periode 2014-2016 masih dibawah 50% dari laba bersih yang didapat oleh perusahaan. Sebagian besar laba yang diperoleh diinvestasikan kembali ke perusahaan untuk kegiatan operasional maupun perluasan dan pertumbuhan usahanya. Data DPR pada penelitian ini memiliki nilai minimum 0,03529 yang berarti merupakan nilai DPR terendah yang dimiliki oleh PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk. pada tahun 2016. Perusahaan yang memiliki DPR tertinggi adalah PT. Plaza Indonesia Realty Tbk. pada tahun 2016 dengan nilai 0,87242. Terdapat 6 (enam) dari 51 data sampel DPR yang berada mendekati nilai minimal yang berarti pembagian kas dividen yang sangat rendah sekitar 0,2-0,05. Terdapat 4 (empat) data yang mendekati nilai maksimal yang berarti membagikan kas dividen yang sangat tinggi sekitar 0,6-0,9 yang mana mendekati angka 1 yang berarti sebagian besar laba bersih yang didapatkan perusahaan dibagikan sebagai dividen oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya, sedangkan data lainnya berada di sekitar rata-rata. Standar deviasi kebijakan dividen adalah 0,200996 yang berarti besaran sebaran suatu kelompok data terhadap rata-ratanya dalam sampel atau seberapa jauh titik data terhadap rata-ratanya adalah sebesar 0,200996. Hal ini menunjukkan

bahwa rata-rata perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia memiliki proporsi yang cenderung hampir sama antara dividen yang dibagikan dengan perolehan laba bersih perusahaan. Rata-rata perusahaan masih menahan sebagian besar laba bersih perusahaannya untuk diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan daripada membagikan kas dividen kepada para pemegang sahamnya.

4. Nilai Perusahaan (Y)

Tobin's Q menghitung seberapa besar pasar menilai perusahaan terhadap *replacement cost* perusahaan. Tobin's Q dihitung dengan menambahkan nilai pasar perusahaan dengan nilai buku hutang dan dibagi dengan total aset perusahaan. Rata-rata Tobin's Q pada perusahaan sektor *property, real estate and building construction* di Indonesia selama periode penelitian adalah sebesar 1,24082 yang dapat disimpulkan bahwa rata-rata nilai perusahaan-perusahaan tersebut selama periode 2014-2016 cenderung tinggi karena jika nilai Tobin's Q lebih dari 1 menunjukkan perusahaan tersebut dinilai oleh pasar lebih tinggi daripada biaya penggantian perusahaan (Lidenberg, 1981) tetapi tidak terlalu jauh karena masih mendekati angka 1 yang berarti masih mendekati *replacement cost* perusahaan tersebut jika perusahaan dijual. Data Tobin's Q pada penelitian ini memiliki nilai minimum 0,13945 yang diperoleh oleh PT. Pudjiadi Prestige Tbk. pada tahun 2016 yang menunjukkan pasar menghargai perusahaan kurang dari aset perusahaannya dan menjadi nilai perusahaan terendah

dibandingkan perusahaan lain dalam penelitian ini. Nilai perusahaan tertinggi adalah PT. Plaza Indonesia Realty Tbk. pada tahun 2016 dengan nilai 4,073967 yang berarti perusahaan di nilai pasar jauh lebih tinggi dari asetnya. Terdapat 2 (dua) dari 51 data sampel tobin's Q yang berada mendekati nilai minimal dan 6 (enam) data yang mendekati nilai maksimal yaitu sekitar 3,0-4,0 yang berarti perusahaan dinilai jauh lebih tinggi daripada biaya penggantian perusahaan tersebut jika perusahaan tersebut dijual, sedangkan data lainnya berada di sekitar rata-rata. Standar deviasi nilai perusahaan adalah 0,942304 yang berarti besaran sebaran suatu kelompok data terhadap rata-ratanya dalam sampel atau seberapa jauh titik data terhadap rata-ratanya adalah sebesar 0,942304, menyebar jauh dari rata-ratanya. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia bervariasi. Terdapat beberapa faktor yang menyebabkan perbedaan penilaian pasar terhadap perusahaan.

4.3 Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memenuhi penggunaan regresi linier berganda. Sebelum dilakukan perhitungan regresi berganda melalui alat bantu SPSS *for Windows*, maka diadakan pengujian uji asumsi klasik regresi agar diperoleh model regresi yang dapat dipertanggungjawabkan, memiliki ketepatan dalam estimasi, tidak bias, dan konsisten. Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya adalah uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, uji heterokedastisitas. Hasil pengujian disajikan sebagai berikut:

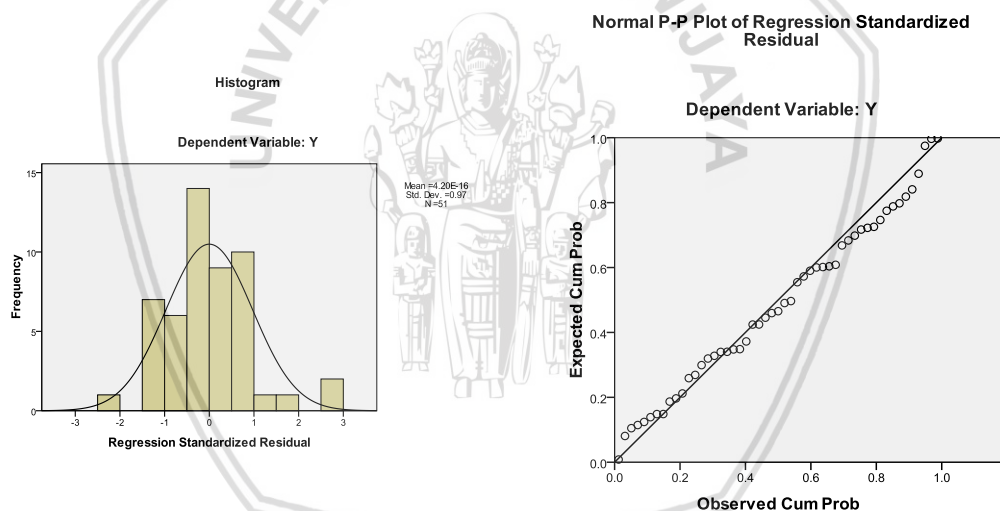
4.3.1 Uji Normalitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah nilai residual tersebar normal atau tidak. Model regresi dapat dikatakan memenuhi asumsi normalitas jika residual yang diperoleh dari model regresi berdistribusi normal. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian adalah:

H_0 : residual tersebar normal

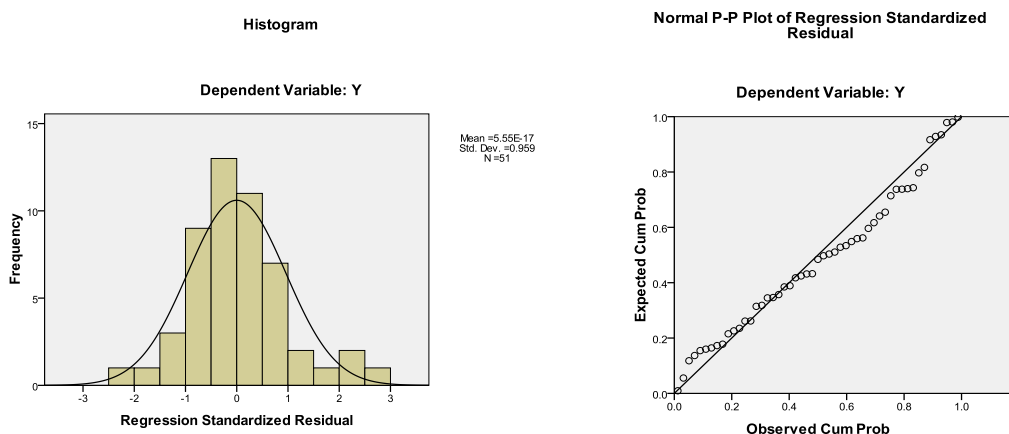
H_1 : residual tidak tersebar normal

Untuk menguji asumsi ini, digunakan grafik histogram dan normal P-P plot serta *one-sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Berikut adalah hasil dari uji normalitas:



Sumber: Data diolah, 2018

Gambar 4.3 Uji Histogram dan Normal P-Plot Model 1



Sumber: Data diolah, 2018.

Gambar 4.4 Uji Histogram dan Normal P-Plot Model 2

Tabel 4.2

Hasil Uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov*

	Model 1	Model 2
<i>Sig.</i>	0.92	0.78

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel 4.2 hasil dari uji normalitas dengan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* pada model 1 dan model 2 didapat nilai *Sig.* diatas nilai signifikansi 0,05. Uji normalitas juga dapat dilihat dengan memperhatikan penyebaran data (titik) pada *Normal P-Plot* dan grafik histogram. Pada gambar normal P-Plot diatas dapat diketahui bahwa pada kedua model tersebut titik atau data berada didekat atau mengikuti garis diagonalnya. Pada grafik histogram juga menunjukkan bahwa diagram batang mengikuti kurva normal yang terbentuk. Berdasarkan kedua pengujian tersebut, diambil keputusan terima H_0 yang artinya sebaran residual berdistribusi normal (asumsi terpenuhi).

4.3.2 Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas ini dilakukan untuk menguji apakah dalam data yang digunakan dalam penelitian ini terdapat adanya korelasi antar variabel bebas (*independent*). Model regresi yang baik selayaknya tidak terjadi multikolinearitas. Cara pengujiannya adalah dengan membandingkan nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF) yang didapat dari perhitungan regresi berganda, apabila nilai *tolerance* > 0.1 atau $VIF < 10$ maka tidak terjadi multikolinearitas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada tabel 4.3.

Tabel 4.3
Hasil Uji Multikolinieritas

Model		<i>Collinearity Statistics</i>	
		<i>Tolerance</i>	VIF
1	X1	0.942	1.061
	X2	0.852	1.173
	X3	0.862	1.160
2	X1	0.290	3.450
	X2	0.223	4.478
	X3	0.356	2.813
	X1X3	0.163	6.116
	X2X3	0.917	1.091

Sumber: Data diolah, 2018

Keterangan:

X1 : Keputusan Investasi

X2 : Keputusan Pendanaan

X3 : Kebijakan Dividen

X1X3 : Interaksi Keputusan Investasi dan Kebijakan Dividen

X2X3 : Interaksi Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan tabel 4.3 di atas didapatkan bahwa semua nilai VIF dari masing-masing variabel bebas < 10 dengan nilai *tolerance* $> 0,1$ yang artinya antar

variabel bebas tidak terdapat korelasi yang cukup kuat atau tidak terdapat multikolinieritas (asumsi terpenuhi).

4.3.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar kesalahan pengganggu (*residual*) pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Pengujian ada tidaknya autokorelasi, digunakan statistik uji Durbin-Watson. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan antara nilai hitung Durbin Watson dengan nilai tabel Durbin Watson (d_L dan d_U). Di mana hipotesis uji yang digunakan adalah sebagai berikut:

H_0 : Tidak terdapat autokorelasi antar residual

H_1 : Terdapat autokorelasi antar residual

Pengambilan keputusan dengan uji Durbin Watson dapat dilakukan dengan terlebih dahulu mendapatkan nilai d_L dan d_U pada tabel Durbin Watson yang dibuat daerah keputusan sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Uji Autokorelasi

	d_L	d_U	Dw	$4-d_U$	$4-d_L$
Model 1 ($n=51, k=3$)	1.427	1.675	2.165	2.325	2.573
Model 2 ($n=51, k=5$)	1.343	1.770	2.207	2.230	2.657

Sumber: Data diolah, 2018.

Dilihat dari hasil Durbin Watson pada tabel 4.4 diatas, karena nilai dw pada kedua model masing-masing terletak diantara d_U dan $4-d_U$, maka dikatakan bahwa tidak terdapat autokorelasi antar residual (asumsi terpenuhi).

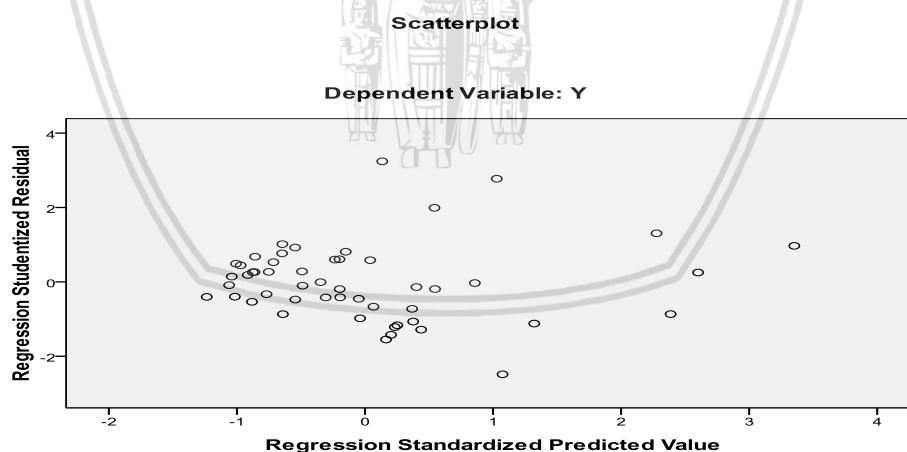
4.3.4 Uji Heterokedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah model regresi memiliki ragam (variance) residual yang sama atau tidak. Model regresi yang baik adalah model yang memiliki ragam residual sama (bersifat homogen). Hipotesisnya sebagai berikut:

H_0 = ragam residual homogen

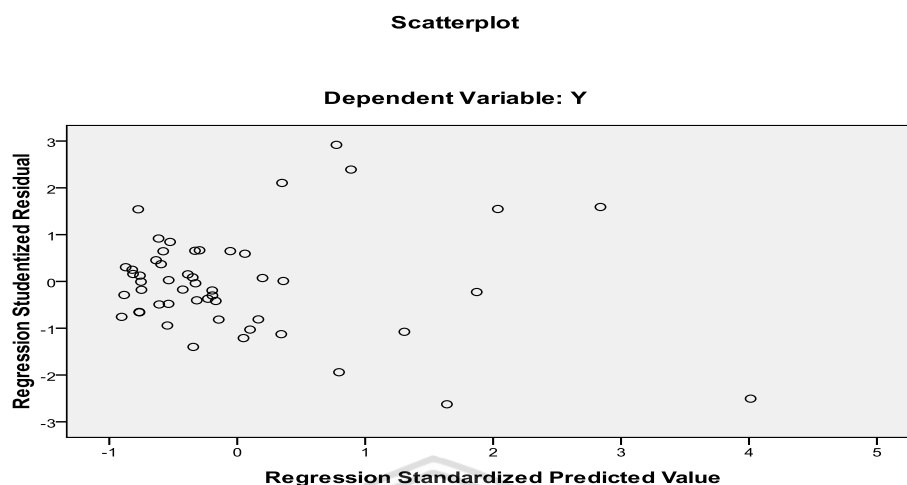
H_1 = ragam residual tidak homogen

Cara untuk menguji heterokedastisitas adalah dengan melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Jika titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas (asumsi tidak terpenuhi).



Sumber: Data diolah, 2018

Gambar 4.5 Hasil Uji Scatterplot Model 1



Sumber: Data diolah, 2018.

Gambar 4.6 Hasil Uji Scatterplot Model 2

Dari hasil *scatterplot* pada gambar diatas, terlihat titik-titik tersebar secara acak (tak berpola) baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, yang artinya bahwa asumsi heteroskedastisitas terpenuhi (ragam residual homogen).

4.4 Uji F

Uji F bertujuan untuk menguji apakah model yang digunakan sudah tepat atau sesuai. Dasar pengambilan keputusan adalah jika taraf signifikansi hasil perhitungan lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05, maka model regresi dikatakan layak dalam penelitian ini. Hasil uji F dapat dilihat melalui tabel 4.5 berikut:

Tabel 4.5
Uji F

Model		<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1	<i>Regression</i>	21.995	3	7.318	16.704	.000
	<i>Residual</i>	22.442	47	0.477		
	<i>Total</i>	44.397	50			
2	<i>Regression</i>	23.410	5	4.682	10.615	.000
	<i>Residual</i>	20.986	45	0.466		
	<i>Total</i>	44.397	50			

Sumber: Data diolah 2018

Berdasarkan hasil uji F pada tabel 4.6 nilai signifikansi F sebesar $0,00 < \alpha = 0,05$ maka model analisis regresi dalam penelitian ini sudah baik. Hasil uji F juga dapat dilihat dengan membandingkan nilai F_{hitung} dan F_{tabel} . Pada tabel terlihat 16.704 pada model 1 dan 10.615 pada model 2 $> F_{tabel}$ 3,1907. Hal ini dapat disimpulkan bahwa model regresi pertama, kedua dan ketiga yang digunakan sudah fit atau layak digunakan dalam penelitian.

4.5 Moderated Regression Analysis

Analisis ini digunakan untuk mengetahui tingkat pengaruh pada suatu hubungan. Pada penelitian ini ingin diketahui besaran pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat dan apakah variabel moderasi yang digunakan dapat memperlemah atau memperkuat hubungan pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut adalah hasil analisis regresi yang diperoleh dengan bantuan alat analisis *SPSS for Windows ver 21.00* yang disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 4.6
Hasil Regresi Moderasi

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Ket.
		B	Std. Error	Beta			
1	(constant)	.323	.179		1.808	.077	-
	X1	2.324	1.419	.171	1.638	.108	Tidak Signifikan
	X2	-.037	.012	-.351	-3.193	.003	Signifikan
	X3	3.393	.512	.724	6.672	.000	Signifikan
2	(constant)	.594	.253		2.347	.023	-
	X1	-.152	2.681	-.011	-.057	.955	-
	X2	-.039	.020	-.482	-1.974	.057	-
	X3	2.124	.836	.453	2.541	.014	-
	X1X3	7.542	6.502	.305	1.160	.252	Tidak Signifikan
	X2X3	-.016	.012	-.052	-1.386	.173	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2018.

Keterangan:

X1 :Keputusan Investasi

X2 :Keputusan Pendanaan

X3 :Kebijakan Dividen

X1X3 :Interaksi Keputusan Investasi dengan Kebijakan Dividen

X2X3 :Interaksi Keputusan Pendanaan dengan Kebijakan Dividen

Y : Nilai Perusahaan

Model regresi berdasarkan hasil analisis di atas adalah :

1. Persamaan 1: $0.323 + 2.324X_1 - 0.037 X_2 + 3.393X_3 + \epsilon_i$

- a. Konstanta = 0.323 artinya apabila variabel bebas yakni X_1, X_2, X_3 dianggap konstan (0) maka nilai perusahaan adalah sebesar 0.323.
- b. Variabel X_1 tidak signifikan terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih kecil dari t_{tabel} ($1.638 < 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.108 > 0.050$).
- c. Variabel X_2 berpengaruh signifikan negative terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih besar dari t_{tabel} ($3.193 > 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang kurang dari α ($0.03 < 0.050$). Koefisien regresi yang bernilai positif menjelaskan bahwa apabila peningkatan 1 angka pada variabel X_2 akan menurunkan variabel Y sebesar 0.037 angka.
- d. Variabel X_3 berpengaruh signifikan positif terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih besar dari t_{tabel} ($6.672 > 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang kurang dari α ($0.000 < 0.050$). Koefisien regresi yang bernilai positif menjelaskan bahwa apabila peningkatan 1 angka pada variabel X_3 akan meningkatkan variabel Y sebesar 3.393 angka.

2. Persamaan 2: $0.594 - 0.152X_1 - 0.039X_2 + 2.124X_3 + 7.542X_1X_3 - 0.016X_2X_3 + \epsilon_i$

- a. Konstanta = 0.594 artinya apabila variabel bebas yakni $X_1, X_2, X_3, X_1X_3, X_2X_3$ dianggap konstan (0) maka nilai perusahaan adalah sebesar 0.594.
- a. Variabel X_1 tidak signifikan terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih kecil dari t_{tabel} ($0.057 < 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.955 > 0.050$).
- b. Variabel X_2 tidak signifikan terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih kecil dari t_{tabel} ($1.974 < 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.57 > 0.050$).
- c. Variabel X_3 signifikan positif terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih besar dari t_{tabel} ($2.541 > 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.014 < 0.050$). Koefisien regresi yang bernilai positif menjelaskan bahwa apabila peningkatan 1 angka pada variabel X_3 akan meningkatkan variabel Y sebesar 2.124 angka.
- d. Variabel X_1X_3 tidak signifikan terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih kecil dari t_{tabel} ($1.160 < 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.252 > 0.050$).
- e. Variabel X_2X_3 tidak signifikan terhadap variabel Y terlihat dari nilai $|t_{hitung}|$ yang lebih kecil dari t_{tabel} ($1.386 < 2.012$) atau dari nilai signifikansi yang lebih besar dari α ($0.173 > 0.050$).

Dari pengujian persamaan 2 menunjukkan pengujian variabel X_3 terhadap Y berpengaruh signifikan, dan dengan variabel moderasi pada persamaan 2 menunjukkan bahwa hasil pengaruh variabel interaksi $X_1 \cdot X_3$, dan $X_2 \cdot X_3$ terhadap variabel Y tidak

signifikan. Hal ini disimpulkan bahwa variabel X3 (DPR) tidak memoderasi pengaruh variabel X1 (CAPEX) dan X2 (DER) terhadap Y (Tobin's Q), atau dengan kata lain bahwa variabel X3 bukan variabel moderasi karena hasil pengaruh variabel interaksi tidak signifikan.

4.6 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Y), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model) terhadap variabel dependen. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Koefisien determinasi dilihat dari nilai *Adjusted R square* yang dapat dilihat pada tabel pengujian berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>
1	.718 ^a	.516	.485
2	.693 ^a	.480	.435

Sumber: Data diolah, 2018

1. Persamaan 1

Persamaan 1 adalah persamaan regresi yang menjelaskan tentang pengaruh variabel X1, X2, X3 terhadap Y. Berdasarkan tabel 4.7 dapat diketahui nilai *Adjusted R Square* pada persamaan 1 sebesar 0.485 atau 48.5%. Artinya variabel Y (Tobin's Q) dijelaskan sebesar 48.5% oleh variabel independent (X1 (CAPEX), X2 (DER) dan X3 (DPR)). Sisanya dijelaskan oleh variabel/faktor lain di luar persamaan regresi.

2. Persamaan 2

Persamaan 2 adalah persamaan regresi yang menjelaskan tentang pengaruh variabel X1, X2, X3, dan interaksi X1*X3, X2*X3 terhadap Y. Berdasarkan tabel 4.7 dapat

diketahui nilai *Adjusted R Square* pada persamaan 2 sebesar 0.435 atau 44.5%. Artinya variabel Y (Tobin's Q) dijelaskan sebesar 47.5% oleh variabel independen ditambah variabel moderasi sebagai variabel bebas dan interaksi variabel bebas dan variabel moderasi (X_1 , X_2 , X_3 , $X_1 \cdot X_3$, $X_2 \cdot X_3$). Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel/faktor lain di luar persamaan regresi.

4.7 Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis, peneliti mampu membuktikan bahwa variabel-variabel yang telah diuji mempengaruhi nilai perusahaan. Berikut pembahasan mengenai hal tersebut:

4.7.1 Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi ini digunakan untuk menguji hipotesis yaitu keputusan investasi yang diukur menggunakan *Capital Expenditure to Total Asset* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan tabel 4.7 pada persamaan 2, variabel keputusan investasi tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini menunjukkan bahwa *capital expenditure* tidak mempengaruhi nilai pasar perusahaan atau dengan meningkatkan *capital expenditure* maka nilai perusahaan akan mengalami peningkatan yang kecil.

Hasil penelitian ini tidak mendukung teori yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dari aset perusahaan sehingga keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan (Sudana, 2011:148). Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dkk (2006) dan Sudiyatno dkk (2012) yang menunjukkan hasil dimana keputusan investasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Pengaruh tidak

signifikan ini mengindikasikan bahwa investor tidak memperhatikan bentuk investasi perusahaan untuk menilai suatu perusahaan. Investor melihat faktor lain atau hanya melihat hasil akhir dari kinerja keuangan perusahaan yang dihasilkan dari keputusan lain tanpa melihat bentuk keputusan investasinya. Pengaruh yang tidak signifikan ini juga dapat terjadi karena investasi pada aset merupakan investasi jangka panjang yang memerlukan waktu lebih lama untuk investor bisa melihat *return* yang dihasilkan oleh investasi tersebut. Pengaruh yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa kebijakan manajemen dalam mengeluarkan tambahan biaya untuk investasi sebagai upaya meningkatkan kinerja perusahaan belum ditanggapi secara positif oleh pelaku pasar. Kebijakan ini merupakan kebijakan jangka panjang, sehingga dampaknya akan terasa dalam beberapa tahun mendatang. Para pelaku saham masih menunggu dampak kebijakan investasi pada arus kas perusahaan. (Sudiyatno dkk,2012).

4.7.2 Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi ini digunakan untuk menguji hipotesis yaitu keputusan pendanaan yang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan tabel 4.7 pada persamaan 2, variabel keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini diartikan semakin besar jumlah hutang dalam keputusan pendanaanya akan berdampak secara langsung terhadap penurunsn nilai perusahaan yang tercermin pada Tobin's Q.

Hasil ini mendukung *Pecking Order Theory* (Brealey dkk, 2008 : 25)

yang menyatakan perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik justru tingkat hutangnya rendah. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang besar karena pendanaan internal yang tidak mencukupi. Teori ini menjelaskan bahwa penggunaan pendanaan internal lebih baik karena tidak berisiko dibandingkan dengan penggunaan hutang. Semakin tinggi hutang perusahaan semakin tinggi risiko yang didapatkan perusahaan. Hal ini akan berpotensi mengalami kebangkrutan. Kondisi tersebut akan dipandang bahwa perusahaan memiliki prospek yang buruk oleh investor sehingga akan menurunkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Tendi Haruman (2007), Efni (2012), Sudiyatno, dkk (2012).

4.7.3 Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi ini digunakan untuk menguji hipotesis yaitu kebijakan dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan tabel 4.7 pada persamaan 2, variabel kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan akan berdampak secara langsung terhadap peningkatan Tobin's Q.

Hasil ini mendukung *Bird in the Hand Theory* (Brigham dan Houston, 2014:213). yang menyatakan bahwa *Dividend Payout Ratio* yang tinggi akan memaksimalkan nilai perusahaan. Pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian pendapatan yang dihadapi investor. Investor merasa lebih aman

untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen saat ini dibandingkan dengan pendapatan berupa *capital gain* yang tidak pasti. Hal ini juga sesuai dengan teori *Clientele Effect* (Brigham dan Houston, 2014:215) yang menjelaskan bahwa kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Semakin tinggi pembayaran dividen kas suatu perusahaan akan menimbulkan sinyal positif bagi para pemegang saham. Pembagian dividen mencerminkan perusahaan memiliki kinerja yang baik dan memiliki laba yang cukup tinggi sehingga mampu membagikan sebagian labanya sebagai dividen yang mana merupakan pendapatan yang diharapkan para pemegang sahamnya. Hal ini dipandang positif oleh pasar sehingga meningkatkan penilaian pasar terhadap perusahaan.

Pengaruh positif antara kebijakan dividen dan nilai perusahaan pada penelitian ini membuktikan bahwa meningkatkan jumlah dividen kas yang dibagikan kepada pemilik saham dapat meningkatkan nilai perusahaan karena investor cenderung menyukai keuntungan berupa dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Sulong (2008), Anton (2016), Nwamaka et al (2017), Kusiyah dkk (2017) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

4.7.4 Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Hasil studi ini digunakan untuk menguji hipotesis yaitu kebijakan dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* memoderasi pengaruh antara keputusan investasi yang diukur menggunakan *Capital Expenditure* terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan tabel 4.7 pada

persamaan 2, keputusan investasi yang di moderasi oleh kebijakan dividen yang tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak memoderasi pengaruh variabel *capital expenditure* terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini berarti bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak memperkuat atau memperlemah hubungan antara pengaruh keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

Keputusan investasi yang tinggi diharapkan akan meningkatkan kinerja operasional perusahaan sehingga perusahaan dapat memperoleh pendapatan atau *return* yang maksimal dari investasi tersebut. Hal ini dinilai baik oleh investor. Pendapatan perusahaan tersebut dibagikan kepada para pemegang saham berupa dividen. Semakin besar keputusan investasi perusahaan, semakin besar pendapatan atau *return* yang akan diperoleh yang berarti semakin besar juga dividen yang akan diterima oleh pemegang saham. Hal ini akan memperkuat penilaian investor karena dalam teori *Clientelle Effect* (Brigham dan Houston, 2014:215) dijelaskan bahwa terdapat investor yang menyukai pembagian dividen. Hipotesis ini tidak dapat dibuktikan pada investor properti, perumahan dan konstruksi bangunan di Indonesia dalam menilai keputusan investasi perusahaan. Investor tidak mempertimbangkan dividen dalam menilai suatu keputusan investasi perusahaan. Investor tidak mengharapkan hasil berupa dividen yang lebih besar dalam keputusan investasi perusahaan.

4.7.5 Kebijakan Dividen memoderasi pengaruh hubungan antara Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan (Tobin's Q)

Hasil studi ini digunakan untuk menguji hipotesis yaitu kebijakan dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* memoderasi pengaruh antara

keputusan pendanaan yang diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* terhadap nilai perusahaan yang diukur menggunakan Tobin's Q. Berdasarkan tabel 4.7 pada persamaan 2, keputusan pendanaan yang dimoderasi oleh kebijakan dividen tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak memoderasi pengaruh variabel *Debt to Equity Ratio* terhadap nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini mengindikasikan bahwa dividen tidak memperkuat atau memperlemah penilaian keputusan pendanaan suatu perusahaan.

Keputusan pendanaan yang menggunakan proposi hutang lebih kecil daripada modal akan dinilai baik oleh investor. Penggunaan hutang dianggap lebih berisiko. Teori *pecking order* (Brealey 2008: 25) menjelaskan bahwa perusahaan dengan penggunaan hutang lebih besar memiliki kinerja keuangan yang lebih buruk dan tidak lebih menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan yang menggunakan modal sendiri. Keuntungan yang diperoleh dari manfaat kinerja keuangan yang baik dengan penggunaan hutang yang rendah dibagikan pada pemegang saham berupa dividen. Teori *Bird in the Hand Theory* dan *Clientelle Effect* (Brigham dan Houston, 2014:213-215), menjelaskan bahwa investor menyukai pembagian dividen karena dividen merupakan pendapatan yang pasti. Perusahaan yang membagikan dividen akan dinilai sebagai perusahaan yang memiliki kinerja keuangan yang baik, sehingga akan memperkuat penilaian investor terhadap keputusan pendanaan perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian, teori ini tidak dapat dibuktikan dalam penilaian investor terhadap keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan yang ada di Indonesia. Meski dividen disukai oleh investor, tetapi tidak

ada pengaruh dividen dalam memperkuat penilaian investor pada keputusan pendanaan perusahaan. Investor pada perusahaan-perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan yang ada di Indonesia tidak mempertimbangkan besaran dividen yang dibagikan untuk menilai sebuah keputusan pendanaan perusahaan. Investor hanya menilai bagaimana perusahaan mengatur keuangan perusahaan dengan memutuskan proporsi sumber dana yang paling efektif dan memiliki perolehan manfaat yang paling maksimal bagi perusahaan.

4.8 Implikasi Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh dari keputusan investasi yang diukur menggunakan *Capital Expenditure to Total Asset*, keputusan pendanaan yang diukur dengan DER, terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen yang diukur menggunakan DPR sebagai pemoderasi pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI periode tahun 2014-2016.

Nilai perusahaan merupakan gambaran dari keberhasilan perusahaan dalam mencapai tujuan utama jangka panjangnya, yaitu mencapai kemakmuran pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaannya. Nilai perusahaan sangat penting bagi para pemegang saham karena mencerminkan hasil dari kinerja perusahaan dalam mencapai tujuannya serta prospek perusahaan dan *return* yang akan didapatkan pemegang saham. Nilai perusahaan juga mencerminkan jumlah kekayaan pemegang saham. Maka dari itu, penting bagi perusahaan untuk mengetahui informasi dan lebih memperhatikan tentang faktor-faktor yang dapat meningkatkan penilaian pasar terhadap perusahaannya. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh keputusan pendanaan dan

kebijakan dividen.

Hasil pada penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan pendanaan yang diukur menggunakan DER memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Implikasinya bagi perusahaan adalah perusahaan dapat mengetahui karakter investor pada perusahaan properti, perumahan dan konstruksi bangunan menilai lebih tinggi pada perusahaan yang sumber pendanaannya lebih besar berasal dari modal daripada hutang. Investor akan memandang secara negatif penggunaan hutang yang dianggap lebih berisiko sebagai sumber pendanaan perusahaan. Hal ini akan menurunkan nilai perusahaan. Perusahaan perlu mempertimbangkan penggunaan hutang yang proporsinya lebih sedikit daripada modal hingga akan meningkatkan kepercayaan investor sehingga mencapai nilai yang maksimal.

Hasil pada penelitian ini juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang diukur menggunakan DPR memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Implikasinya adalah perusahaan mengetahui informasi bahwa pembagian dividen akan dipandang secara positif oleh investor di pasar sehingga meningkatkan nilai perusahaan di pasar modal. Semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi penilaian pasar terhadap nilai perusahaan. Dividen mencerminkan bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan dapat menghasilkan keuntungan yang tinggi sehingga mampu membayarkan dividen kepada para pemegang sahamnya. Hal ini dapat menjadi pertimbangan perusahaan agar melaksanakan kebijakan pembagian dividen dan menambah jumlah dividen kas sehingga mencapai nilai perusahaan yang tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan perusahaan mampu mencapai tujuan utama perusahaan. Dividen

berpengaruh secara parsial tetapi tidak terdapat hubungan yang terintegrasi antara dividen dan keputusan pendanaan perusahaan. Dividen yang dibagikan tidak terkait dengan penilaian investor pada keputusan pendanaan. Besar kecil dividen yang dibagikan tidak memperkuat atau memperlemah penilaian positif investor kepada *Debt to Equity Ratio* suatu perusahaan.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Dari penelitian yang dilaksanakan pada 17 perusahaan *Property, Real Estate & Building Construction* yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan dari tahun 2014 hingga 2016 menggunakan variabel Nilai Perusahaan (Tobin's Q) sebagai variabel dependen, Keputusan Investasi (CAPEX), Keputusan Pendanaan (DER) sebagai variabel independen dan Kebijakan Dividen (DPR) sebagai variabel pemoderasi, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan peningkatan atau penurunan *capital expenditure* perusahaan tidak memiliki dampak atau pengaruh terhadap peningkatan atau penurunan nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin bertambah investasi perusahaan atau semakin tinggi investasi perusahaan dalam aset tetap belum dapat mempengaruhi pasar dalam menilai perusahaan yang diukur dengan Tobin's Q.
2. Hasil penelitian menunjukkan peningkatan *Debt to Equity Ratio* akan menurunkan nilai perusahaan begitu sebaliknya penurunan *Debt to Equity Ratio* akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai DER, semakin tinggi penggunaan hutang perusahaan dalam membiayai perusahaan. Hal ini akan dipandang investor bahwa perusahaan memiliki risiko yang lebih tinggi sehingga akan menurunkan nilai perusahaan.

3. Hasil penelitian menunjukkan peningkatan *Dividend Payout Ratio* akan meningkatkan nilai perusahaan begitu juga sebaliknya penurunan *Dividend Payout Ratio* akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin besar jumlah dividen kas yang diberikan kepada pemegang saham mengindikasikan perusahaan memiliki laba dan kinerja yang baik sehingga mampu membagikan dividen. Hal ini memenuhi harapan pemegang saham dalam menanamkan modalnya pada perusahaan yaitu berharap mendapatkan keuntungan berupa dividen sehingga mengakibatkan meningkatnya kepercayaan serta penilaian pasar terhadap perusahaan.
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak memperkuat atau memperlemah dampak keputusan investasi terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen hanya berlaku sebagai variabel independen, tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh keputusan investasi nilai perusahaan. Dividen yang dibagikan tidak mempengaruhi pasar untuk menilai keputusan investasi suatu perusahaan.
5. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak memperkuat atau memperlemah dampak keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa kebijakan dividen tidak memperkuat atau memperlemah pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen secara parsial akan

meningkatkan nilai perusahaan tetapi kebijakan dividen yang dibagikan tidak memperkuat penilaian keputusan pendanaan suatu perusahaan. Kebijakan dividen hanya berlaku sebagai variabel independen

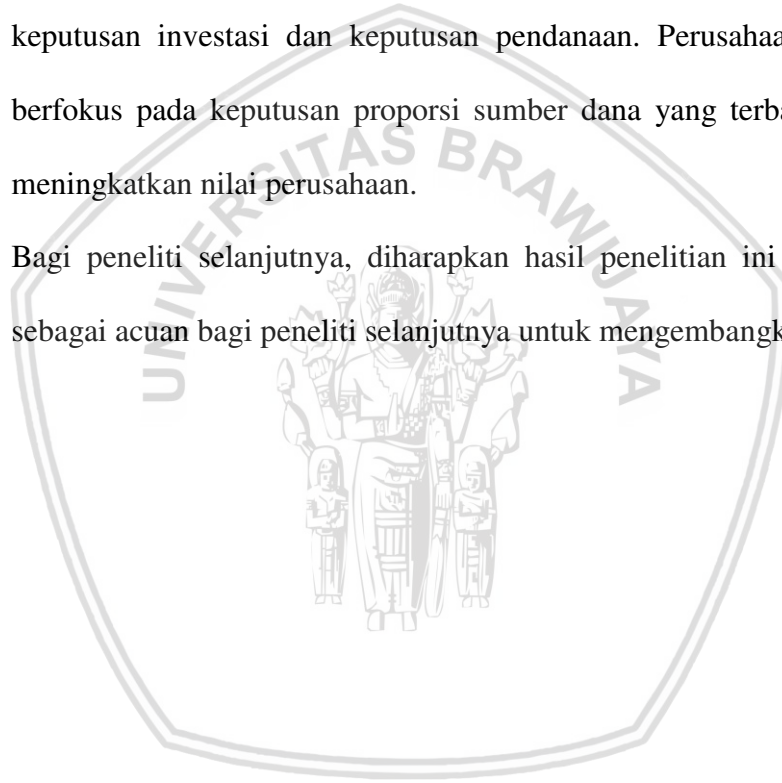
5.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, dapat dikemukakan beberapa saran yang diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan maupun bagi pihak-pihak lain. Adapun saran yang diberikan, antara lain:

1. Perusahaan dapat mengoptimalkan penggunaan modal sendiri sebagai sumber pendanaannya karena berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa peningkatan keputusan pendanaan (DER) menurunkan nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI. Hal ini dapat menjadi pertimbangan bagi manajer keuangan perusahaan-perusahaan tersebut untuk tidak memperbesar proporsi penggunaan hutang daripada modal sendiri. Perusahaan harus berhati-hati karena penggunaan hutang yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki risiko yang tinggi juga. Perusahaan dengan risiko yang lebih besar akan berpotensi mengalami kebangkrutan sehingga akan menimbulkan kerugian bagi investor. Dengan demikian dengan bertambahnya proporsi hutang yang terlalu besar, akan menurunkan nilai perusahaan di mata investor.
2. Perusahaan dapat meningkatkan pembagian dividen kepada pemegang saham agar dapat meningkatkan penilaian investor terhadap perusahaan. Hal ini berdasarkan hasil penelitian diperoleh bahwa peningkatan

Dividend Payout Ratio akan meningkatkan nilai perusahaan pada perusahaan sektor *Property, Real Estate and Building Construction* yang terdaftar di BEI. Akan tetapi, besaran dividen yang dibagikan tidak berpengaruh sebagai moderasi antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan serta keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Dividen bukan menjadi pertimbangan utama perusahaan dalam menentukan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Perusahaan dapat lebih berfokus pada keputusan proporsi sumber dana yang terbaik agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

3. Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan hasil penelitian ini dapat dipakai sebagai acuan bagi peneliti selanjutnya untuk mengembangkan penelitian.



DAFTAR PUSTAKA

- Ahn, Seoungpil and David J. Denis. 2004. *Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs*, Journal of Financial Economics Vol. 71, Issue 3, pp 489-516.
- Alexander, Hilda B, 2017, *Sektor Konstruksi Penyumbang Ketiga Pertumbuhan Ekonomi Nasional*, Kompas.com, diakses pada 07 Agustus 2018.
<https://properti.kompas.com/read/2017/02/10/220000321/sektor.konstruksi.penyumbang.ketiga.pertumbuhan.ekonomi.nasional>.
- Anton, Sorin Gabriel. 2016. *The Impact of Dividend Policy on Firm Value. a Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms*, Review of Economic and Business Studies, Vol. 9, Issue 2, pp.147-158, ISSN-1843-763X.
- Anuar, Hasliyawani and Othman Chin. 2016. *The Development of Debt to Equity Ratio in Capital Structure Model: A Case of Micro Franchising*, Procedia Economics and Finance, Vol. 35, pp 274-280.
- Arafat, M Yasser, Ari Warokka & Ruswiati Suryasaputra. 2014. *Capital Structure and Investment Decision: What Does Emerging Consumer Goods Industry Tell Us?*, Journal of Financial Studies and Research, Vol. 2014 (2014), pp 1-11.
- Ayturk, Yusuf. 2016. *Corporate Derivatives Use and Firm Value: Evidence from Turkey*, Borsa Istanbul Review, Vol. 16, Issue 2, pp 108-120.
- Badan Pusat Statistik, 2017, *Statistical Yearbook of Indonesia 2017*, diakses pada 08 Agustus 2018.
<https://www.bps.go.id/publication/2017/07/26/b598fa587f5112432533a656/statistik-indonesia-2017.html>
- Badan Pusat Statistik, 2017, *Nilai Konstruksi Yang Diselesaikan Menurut Jenis Pekerjaan 2004-2016*, diakses pada 08 Agustus 2018.
<https://www.bps.go.id/statictable/2016/10/17/918/nilai-konstruksi-yang-diselesaikan-menurut-jenis-pekerjaan-juta-rupiah-2004-2016.html>
- Badan Pusat Statistik, 2017, *Ringkasan Statistik Konstruksi 2010-2016*, diakses pada 08 Agustus 2018.
<https://www.bps.go.id/dynamictable/2015/09/19/912/ringkasan-statistik-konstruksi-2010-2016.html>
- Beda Real Estate dan Properti, diakses pada 07 Agustus 2018,
<https://www.sahamok.com/beda-real-estate-dengan-property/>

- Benlemlih, Mohammed. 2018. *Corporate Social Responsibility and Dividend Policy*, International Journal of Economics and Management Engineering, Vol. 10, no. 7.
- Berk, Jonathan and Peter Demarzo, 2011, *Corporate Finance*, 2nd Edition, Pearson, Prentice Hall.
- Brigham, E.F. and Ehrhardt M.C, 2002, *Financial Management, Theory and Practice*, 10th Edition, Thomson Learning Inc, New York.
- Brigham, E. F and Joel F. Houston, 2009, *Fundamentals of Financial Management*, 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Mason.
- Brigham, E. F. dan Joel F. Houston, 2014, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesebelas, Buku 1, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Salemba Empat, Jakarta.
- Brigham, E. F. dan Joel F. Houston, 2014, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesebelas, Buku 2, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Salemba Empat, Jakarta.
- Brealey, Myers dan Marcus, 2008, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, jilid 1, diterjemahkan oleh Bob Sabran MM, Erlangga, Jakarta.
- Brealey, Myers dan Marcus, 2008, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan*, jilid 2, diterjemahkan oleh Bob Sabran MM, Erlangga, Jakarta.
- Caesario, Emanuel B, 2018, *Sektor Properti Diprediksi Masih Lesu*, Marketbisnis, diakses pada 07 Agustus 2018.
<http://market.bisnis.com/read/20180109/192/724951/2018-sektor-properti-diprediksi-masih-lesu>.
- Carter, W.K dan Usry M.F. (2002), *Akuntansi Biaya*, Edisi 13, Buku 1, Diterjemahkan oleh Krista S.E Ak, Salemba Empat, Jakarta.
- Carter, W.K dan Usry M.F. (2002), *Akuntansi Biaya*, Edisi 13, Buku 2, Diterjemahkan oleh Krista S.E Ak, Salemba Empat, Jakarta.
- Catatan Industri Konstruksi Nasional, 2017, Cepagram.com, diakses pada 07 Agustus 2018 <https://cepagram.com/index.php/2017/12/19/catatan-industri-konstruksi-nasional-2017/>
- Cheung, W. M., Richard C. and Scott F. 2015. *The Effect of Stock Liquidity on Firm Value and Corporate Governance: Endogeneity and the REIT Experiment*, Journal of Corporate Finance, Vol. 35, pp 211-231.
- Chung, K.H and Pruitt, S.W. 1994. *A Simple Approximation of Tobin's Q*, Financial Management, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue, pp 70-74.

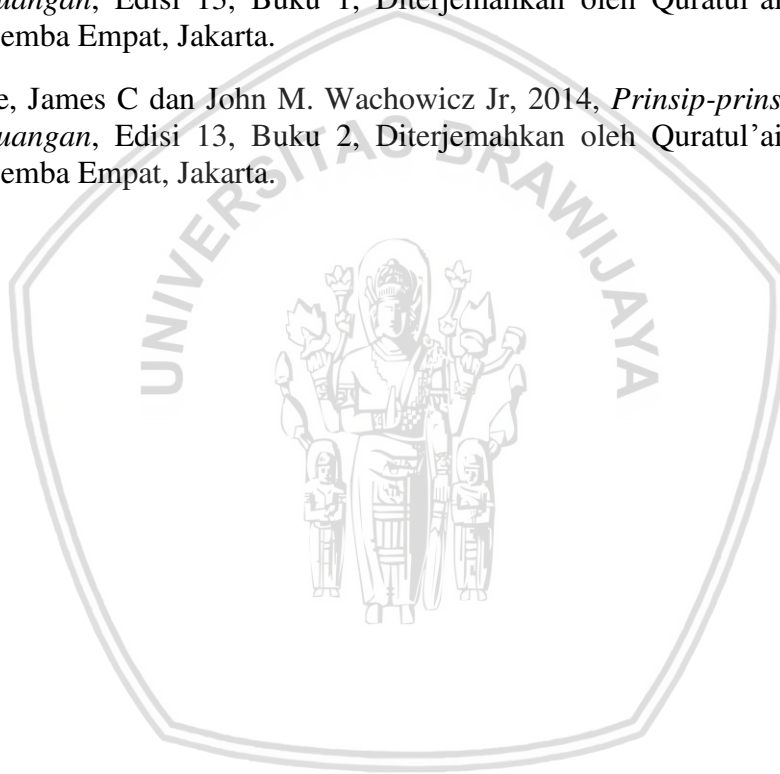
- Daftar Emiten Perusahaan Sektor Property, Real Estate & Kontruksi Bangunan, 2017, diakses pada 28 Maret 2018.
<https://www.sahamok.com/emiten/sektor-property-real-estate/>
- Darmawati, Deni, Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. 2004. *Hubungan Good Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. The Indonesian Jouenal of Accounting Research, Vol. 8 No. 1
<http://ijar-iaikapd.or.id/index.php/ijar/article/view/131>
- Efni, Yulia, 2011. *Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Risiko (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia)*. Ringkasan Disertasi (Tidak Dipublikasikan). Universitas Brawijaya Malang.
- Fahmi, Irham, 2014, *Manajemen Keuangan Perusahaan dan Pasar Modal*, Mitra Wacana Media, Jakarta.
- Fama, E.F. 1978, *The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders*, The Modern Theory of Corporate Finance, 68(3): 22-38.
- Fama, E.F. and French, K.R. 1998. *Taxes, Financing Decisions, and Firm Value*, The Journal of Finance, 53(3):819-843.
- Ghozali, Imam, 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 18*, Cetakan Kelima, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gitman, Lawrence, 2009, *Principles of Managerial Finance*, Pearson Addison Wesley, United States.
- Gitman, Lawrence J and Chad J. Zutter, 2012, *Principles of Managerial Finance*, 13th Edition, Global Edition, Pearson Education Limited, Boston.
- Gudono. 2012. *Analisis Data Multivariat*. Edisi Kedua. BPPE, Yogyakarta.
- Gujarati, Damodar N. Dawn C. Porter. (2010). *Basic Econometrica*. Fifth Edition. New York :Mc Graw Hill.
- Haruman, Tendi, 2007. *Pengaruh Keputusan Keuangan dan Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di BEJ)*, The 1st PPM National Conerence on Management Research: Manajemen Era Globalisasi, Sekolah Tinggi Manajemen PPM, Universitas Widyatama Bandung.
- Harmono, 2014, *Manajemen Keuangan. Berbasis Balance Scorecard, Pendekatan Teori Kasus dan Riset Bisnis*, Edisi Pertama, Bumi Aksara, Jakarta.

- Hartono, Jogiyanto, 2017, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Yogyakarta.
- Huang, Wei. 2017. *Institutional Holdings, Investment Opportunities and Dividend Policy*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 64, pp 152-161.
- Huda, Kazi Tashkin. 2015. *Capital Structure and Financing Decision: Industry-Base Debt Equity-Ratio in Bangladesh*, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 8, No 8, pp ,ISSN 2222-1697.
- Indonesia Pasar Konstruksi Terbesar Dunia, 2017, Kabarbisnis.com, diakses pada 07 Agustus 2018, <http://www.kabarbisnis.com/read/2874875/indonesia-pasar-konstruksi-terbesar-dunia>
- Jiang, Ching-Hai, Hsiang-Lan Chen, Yen-Sheng Huang. 2006. *Capital expenditures and corporate earnings: Evidence from the Taiwan Stock Exchange*, *Managerial Finance*, Vol. 32 Issue 11, pp.853-861.
- Kasmir, 2010, *Pengantar Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Kencana, Jakarta.
- Keown, Arthur J., David F. Scott Jr., John D. Martin, J. William Petty, 2010, *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*, Edisi Kesepuluh, Jilid 1, Diterjemahkan oleh Marcus Prihminto Widodo, PT. Indeks, Jakarta.
- Keown, Arthur J., David F. Scott Jr., John D. Martin, J. William Petty, 2010, *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*, Edisi Kesepuluh, Jilid 2, Diterjemahkan oleh Marcus Prihminto Widodo, PT. Indeks, Jakarta.
- Kim, Tae-Nyun. 2014. *The Impact of Cash Holdings and External Financing on Investment-Cash Flow Sensitivity*, Review of Accounting and Finance, Vol. 13 Issue 3, pp.251-273.
- Klapper, L.F., and I. Love. 2002. *Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets*, Journal of Corporate Finance 10 (2004) 703 – 728.
- Kusiyah and Arief. 2017. *The Determinants of Firm Value on Commercial Banks in Indonesia*, Journal of Engineering and Applied Science 12 (2), pp 408-426, ISSN 1816-949X.
- Kusuma, Hendra, 2017, *Jokowi Gencar Bangun Infrastruktur, Pasar Konstruksi Booming*, Detik.com, diakses 07 Agustus 2018.
<https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-3586268/jokowi-gencar-bangun-infrastruktur-pasar-konstruksi-booming>.
- Lindenberg, E.B. and Ross, S.A. 1981. *Tobin's Q Ratio and Industrial Organization*. Journal of Business, Vol. 54 (1), pp 1-32.

- Martynova, Marina. 2009. *What Determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital, Agency Problems, or The Means of Payment?*, Journal of Corporate Finance Vol 15, Issue 3, pp 290-315.
- Moeljadi, 2006, *Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif*, Edisi Pertama, Bayu Media Publishing, Malang.
- Nia, 2012, *Jumlah Rumah di RI Hanya 45 Juta Unit, Butuh 1,4 Juta Hunian Baru Per Tahun*, Detik.com, diakses 07 Agustus 2018.
<https://finance.detik.com/properti/d-2103804/jumlah-rumah-di-ri-hanya-45-juta-unit-butuh-14-juta-hunian-barutahun>
- Nwamaka, Ozuomba Chidinma & Prof. Ezeabasili. 2017. *Effect of Dividend Policies on Firm Value: Evidence from quoted firms in Nigeria*, International Journal of Management Excellence, Vol. 8, No.2, pp 956-967, ISSN: 2992-1648.
- Ogbulu, Onyemachi Maxwell & Francis Kehinde Emeni. 2012. *Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Nigeria*, International Journal of Business and Social Science, Vol 3, No. 19, pp 252-261.
- Otoritas Jasa Keuangan, *Statistik Pasar Modal*, diakses pada 20 Februari 2018, <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/default.aspx>
- Prabowo, Dani, 2018, *Pengembang: Properti Bisa Jadi Acuan Pertumbuhan Ekonomi*, Kompas.com, diakses pada 07 Agustus 2018.
<https://properti.kompas.com/read/2018/04/02/153000621/pengembang--properti-bisa-jadi-acuan-pertumbuhan-ekonomi>.
- Praditya, Ilyas Istianur, 2017, *Indonesia Punya Pasar Konstruksi Terbesar ke-4 di Asia*, Liputan 6.com, diakses pada 07 Agustus 2018.
<https://www.liputan6.com/bisnis/read/2832631/indonesia-punya-pasar-konstruksi-terbesar-ke-4-di-asia>.
- Priyatno, Duwi, 2010, *Paham Analisa Statistik Data dengan SPSS*, Mediakom, Jakarta.
- Rasyid, Abdul. 2015. *Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company's Growth Towards Firm Value*, International Journal of Business and Management, Vol. 4, pp. 25-31.
- Rehman, Obaid Ur. 2016. *Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value*, Journal for Studies in Management and Planning, Vol. 02 Issue 2, pp 308-324, ISSN: 2395-0463
- Riyanto, Bambang, 2010, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE, Yogyakarta.

- Ross, S. A., Westerfield R. W., and Jordan B. D, 2008, *Corporate Finance*, 8th edition, McGraw Hill, New York.
- Sartono, Agus, 2010, *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*, Edisi Keempat, BPFE, Yogyakarta.
- Sekaran, Uma, 2009, *Metodologi Penelitian Untuk Bisnis*, Edisi Keempat, Buku 1, Diterjemahkan oleh Kwan Men Yon, Salemba Empat, Jakarta.
- Sekaran, Uma, 2006, *Metodologi Penelitian Untuk Bisnis*, Edisi Keempat, Buku 2, Diterjemahkan oleh Kwan Men Yon, Salemba Empat, Jakarta.
- Sjahrial, Dermawan dan Djahotman Purba, 2013, *Analisis Laporan Keuangan*, Mitra Wacana Media, Jakarta.
- Smithers, Andrew and Stephen Wright, 2008, *Valuing Wall Street*, McGraw Hill.
- Solimun, Adji Achmad, Rinaldo Fernandes & Nurjannah, 2017, *Metode Statistika Multivariat Pemodelan Persamaan Struktural (SEM) Pendekatan Warppls*, Cetakan kedua, UB Press, Malang.
- Sudana, I Made, 2011, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Edisi Kedua, Erlangga, Jakarta.
- Sudiyatno, Bambang, Elen Puspitasari, Andi Kartika, 2012. *The Company's Policy, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Research on Indonesia Stock Exchange*, American International Journal of Contemporary Research, Vol. 2 No. 12, pp 30-40.
- Sugiyono, 2014, *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, Alfabeta, Bandung.
- Suliyanto, 2009, *Metode Riset Bisnis*, Edisi Kedua, Andi Offset, Yogyakarta.
- Sulong, Zunaidah and Fauzias Mat Nor. 2008. *Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence from Malaysian Listed Firms*, Malaysian Accounting Review, Vol.7, No. 2.
- Sutrisno, 2012, *Manajemen Keuangan Teori. Konsep dan Aplikasi*, Edisi Kedelapan, Ekonisia, Yogyakarta.
- Syamsudin, Lukman, 2009, *Manajemen Keuangan Perusahaan (Konsep Aplikasi Dalam Perencanaan Pengawasan dan Pengambilan Keputusan)*, PT. Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Yoon, P.S., and Starks, I. T. 1995. *Signaling, Investment Opportunitites, and Dividend Announcements*, The Review of Financial Studies, Vol 8(4), pp 995-1018.

- Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. *Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening*, Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang, pp 1-25.
- Warsono, 2003, *Manajemen Keuangan Perusahaan*, Cetakan Pertama, Edisi Ketiga, Bayu Media Publishing, Malang.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland, 2008, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Diterjemahkan oleh A. Jaka Wasana, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Van Horne, James C dan John M. Wachowicz Jr, 2013, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi 13, Buku 1, Diterjemahkan oleh Quratul'ain Mubarakah, Salemba Empat, Jakarta.
- Van Horne, James C dan John M. Wachowicz Jr, 2014, *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi 13, Buku 2, Diterjemahkan oleh Quratul'ain Mubarakah, Salemba Empat, Jakarta.



LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Perhitungan Variabel

Tabel 1
Perhitungan Rasio *Capital Expenditure*

Nama Perusahaan	Tahun	Aset tetap (t)	Aset tetap (t-1)	Total Aset	Rasio
PT. Acset Indonusa Tbk.	2014	258.884.227.680	236.935.354.401	1.473.649.276.860	0,014894231
	2015	338.588.000.000	258.884.000.000	1.929.498.000.000	0,041308154
	2016	410.791.000.000	338.588.000.000	2.503.171.000.000	0,028844613
PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	2014	2.404.451.012.884	2.158.003.343.673	3.652.993.439.542	0,06746458
	2015	3.122.690.360.292	2.404.451.012.884	4.631.315.439.422	0,155083228
	2016	3.356.761.190.752	3.122.690.360.292	5.205.373.116.830	0,044967157
PT. Bumi Serpong Damai Tbk.	2014	16.511.047.965.853	10.740.494.416.202	28.134.725.397.393	0,205104314
	2015	19.232.588.856.481	17.038.771.276.210	36.48.489.646	0,060901908
	2016	21.950.750.166.019	19.232.588.856.481	38.292.205.983.731	0,070984715
PT. Ciputra Development Tbk.	2014	11.836.960.003.745	10.443.651.527.899	23.283.477.620.916	0,059841081
	2015	13.714.216.452.790	12.444.208.303.866	26.258.718.560.250	0,048365199
	2016	15.361.560.000.000	14.235.811.000.000	29.072.250.000.000	0,038722459
PT. Intiland Development Tbk.	2014	6.534.821.545.813	6.191.638.668.447	9.004.884.010.541	0,038110749
	2015	7.362.964.659.157	6.539.130.234.100	10.288.572.076.882	0,080072766
	2016	8.805.959.613.550	7.362.964.659.157	11.840.059.936.442	0,121873957
PT. Jaya Real Property Tbk.	2014	6.684.262.908.000	6.163.177.866.000	6.684.262.908.000	0,077956994
	2015	4.657.968.890.000	4.381.374.861.000	7.578.101.438.000	0,036499119
	2016	5.451.141.630.000	4.657.968.890.000	8.484.436.652.000	0,09348561
PT. Metropolitan Kentjana Tbk.	2014	3.228.362.736.810	2.618.297.344.746	4.316.214.269.222	0,141342703
	2015	3.580.326.717.035	3.228.362.736.810	5.709.371.372.467	0,061646713
	2016	4.241.105.771.459	3.580.326.717.035	6.612.200.867.199	0,0999333
PT. Metropolitan Land Tbk.	2014	1.403.029.998.000	1.366.830.910.000	3.250.717.743.000	0,011135722
	2015	1.608.651.461.000	1.403.189.765.000	3.620.742.578.000	0,056745734

	2016	1.760.008.083.000	1.608.651.461.000	3.932.529.273.000z	0,038488365
PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.	2014	3.395.789.020.000	3.232.240.210.000	4.544.932.176.000	0,035984874
	2015	3.423.087.961.000	3.395.789.020.000	4.671.089.985.000	0,005844234
	2016	3.753.278.755.000	3.423.087.961.000	4.586.569.370.000	0,071990799
PT. PP (Persero) Tbk.	2014	1.066.684.434.364	618.607.312.125	14.611.864.850.970	0,030665293
	2015	3.698.276.347.861	1.101.822.997.622	19.128.811.782.419	0,135735213
	2016	6.888.741.927.014	3.728.449.068.368	31.232.766.567.390	0,101185172
PT. Pudiadi Prestige Tbk.	2014	259.341.332.521	254.499.148.457	401.794.311.717	0,0120514
	2015	274.208.577.722	259.575.853.408	445.919.320.351	0,032814735
	2016	278.370.114.819	274.208.577.722	531.168.640.936	0,007834681
PT. Pakuwon Jati Tbk.	2014	11.263.751.312.000	5.587.929.387.000	16.770.742.538.000	0,338435935
	2015	13.369.560.729.000	11.263.751.312.000	18.778.122.467.000	0,112141638
	2016	14.547.289.107.000	13.369.560.729.000	20.674.141.654.000	0,056966253
PT. Summarecon Agung Tbk.	2014	9.913.771.769.000	7.212.064.631.000	15.379.478.995.000	0,175669614
	2015	11.468.580.502.000	10.017.655.268.000	18.758.262.022.000	0,077348596
	2016	12.111.502.571.000	11.468.580.502.000	20.810.319.657.000	0,030894387
PT. Surya Semesta Internusa Tbk.	2014	3.092.141.639.544	2.095.886.948.905	5.993.078.090.189	0,166234225
	2015	3.564.152.330.619	3.092.356.303.510	6.463.923.464.990	0,072989111
	2016	3.814.769.368.529	3.564.152.330.619	7.195.448.327.618	0,034829941
PT. Total Bangun Persada Tbk.	2014	460.909.502.000	290.292.017.000	2.483.746.395.000	0,068693601
	2015	610.047.569.000	460.909.502.000	2.846.152.620.000	0,052399884
	2016	665.618.481.000	610.047.569.000	2.950.559.912.000	0,018834023
PT. Wijaya Karya (Persero) Tbk.	2014	6.400.715.140.000	4.600.674.049.000	15.915.161.682.000	0,113102281
	2015	7.042.120.697.000	6.428.010.344.000	19.602.406.034.000	0,031328315
	2016	9.544.041.561.000	7.042.120.697.000	31.096.539.490.000	0,080456569
PT. Waskita Karya Tbk.	2014	2.017.873.439.530	1.006.890.123.586	12.542.041.344.848	0,080607557
	2015	12.234.260.234.720	2.437.061.290.488	30.309.111.177.468	0,3232427
	2016	24.542.724.229.272	14.503.487.077.351	61.425.181.722.030	0,163438461

Tabel 2
Perhitungan *Debt to Equity Ratio* (DER)

No.	Nama Perusahaan	Tahun	Total Liabilitas (t-t ₁)	Total Ekuitas (t-t ₁)	Rasio
1.	PT. Acset Indonusa Tbk.	2014	88.397.442.330	86.893.631.985	1,017306335
		2015	438.325.917.287	17.522.805.853	25,01459646
		2016	-62.693.000.000	636.366.000.000	-0,098517206
2.	PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	2014	-79.960.453.907	372.681.612.035	-0,214554331
		2015	785.667.925.905	192.654.073.975	4,078127754
		2016	225.377.187.840	348.680.489.568	0,646371663
3.	PT. Bumi Serpong Damai Tbk.	2014	504.434.187.405	5.058.131.718.510	0,099727373
		2015	4.264.162.614.334	3.623.260.477.919	1,176885471
		2016	13.840.968.029	2.256.216.526.056	0,006134592
4.	PT. Ciputra Development Tbk.	2014	1.512.748.556.762	1.655.857.682.297	0,913574018
		2015	1.346.390.431.425	1.628.850.507.909	0,826589319
		2016	1.565.825.719.657	1.247.705.720.093	1,254963967
5.	PT. Intiland Development Tbk.	2014	1.104.291.565.678	374.122.043.858	2,951688049
		2015	983.025.931.760	300.662.134.581	3,269536861
		2016	1.264.838.518.909	286.649.340.651	4,412494081
6.	PT. Jaya Real Property Tbk.	2014	2.801.251.000	518.283.792.000	0,005404859
		2015	-45.161.304.000	938.999.834.000	-0,048095114
		2016	140.867.451.000	765.467.763.000	0,184027934
7.	PT. Metropolitan Kentjana Tbk.	2014	1.234.313.606.530	-4.080.503.271.515	-0,302490532
		2015	725.755.872.313	667.401.230.932	1,087435621
		2016	17.120.665.144	885.708.829.588	0,019329902
8.	PT. Metropolitan Land Tbk.	2014	143.852.605.000	272.380.967.000	0,528130165
		2015	193.944.386.000	176.080.449.000	1,101453268
		2016	22.600.890.000	289.185.805.000	0,078153525
9.	PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.	2014	-938.395.013.000	207.379.143.000	-4,525021173
		2015	1.235.862.775.000	39.438.190.000	31,33670118
		2016	36.804.078.000	-121.324.693.000	-0,303351915
10.	PT. PP Tbk.	2014	1.790.672.580.729	405.522.869.179	4,41571294

		2015	1.788.144.872.777	2.728.802.058.672	0,655285665
		2016	6.426.869.511.723	5.677.085.273.248	1,132072041
11.	PT. Pudjiadi Prestige Tbk.	2014	24.071.473.617	11.096.989.944	2,169189459
		2015	22.263.924.994	21.861.083.640	1,018427328
		2016	65.874.585.571	19.374.735.014	3,400025111
12.	PT. Pakuwon Jati Tbk.	2014	3.291.935.232.000	4.180.561.898.000	0,787438462
		2015	835.394.732.000	1.171.985.197.000	0,712803143
		2016	331.381.364.000	1.564.637.823.000	0,211794295
13.	PT. Summarecon Agung Tbk.	2014	385.372.392.000	1.334.969.777.000	0,288674994
		2015	1.841.669.558.000	1.537.113.470.000	1,198135072
		2016	1.416.252.064.000	635.805.571.000	2,227492379
14.	PT. Surya Semesta Internusa Tbk.	2014	-248.456.089.572	427.099.066.429	-0,581729414
		2015	171.719.061.543	299.126.313.258	0,574068726
		2016	716.697.334.833	14.827.527.795	48,33559207
15.	PT. Total Bangun Persada Tbk.	2014	277.083.515.000	-19.755.597.000	-14,02557032
		2015	295.326.415.000	67.079.810.000	4,402612574
		2016	28.111.623.000	76.295.669.000	0,368456341
16.	PT. Wijaya Karya Tbk.	2014	1.568.399.633.000	1.751.799.349.000	0,895307807
		2015	3.227.901.211.000	459.343.141.000	7,027211082
		2016	4.433.519.517.000	7.060.613.939.000	0,627922664
17.	PT. Waskita Karya Tbk.	2014	3.288.345.290.492	465.392.816.736	7,065741396
		2015	10.911.692.843.572	6.855.376.989.047	1,591698438
		2016	24.047.058.855.278	7.069.011.689.285	3,401756838

Tabel 3
Perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR)

No.	Nama Perusahaan	Tahun	Dividen Kas	Laba Bersih	Rasio
1.	PT. Acset Indonusa Tbk.	2014	21.000.000.000	103.798.631.985	0,202314805
		2015	16.750.000.000	42.222.000.000	0,396712614
		2016	27.300.000.000	67.555.000.000	0,404115165
2.	PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	2014	21.995.869.422	391.352.903.299	0,056204692
		2015	21.995.869.422	211.935.909.297	0,103785477
		2016	11.866.192.714	336.287.878.603	0,035285818
3.	PT. Bumi Serpong Damai Tbk.	2014	288.700.442.880	3.996.463.893.465	0,072238972
		2015	96.233.480.960	2.351.380.057.145	0,040926383
		2016	96.233.480.960	2.037.537.680.130	0,047230283
4.	PT. Ciputra Development Tbk.	2014	121.327.000.000	1.794.142.840.271	0,067623936
		2015	91.984.000.000	1.740.300.162.426	0,05285525
		2016	88.044.552.461	1.170.706.000.000	0,075206373
5.	PT. Intiland Development Tbk.	2014	102.670.991.850	432.389.873.794	0,237450038
		2015	51.335.495.925	419.044.195.464	0,122506162
		2016	51.829.270.925	297.350.554.988	0,174303596
6.	PT. Jaya Real Property Tbk.	2014	240.625.000.000	714.531.063.000	0,336759327
		2015	282.853.279.800	869.777.178.000	0,325202002
		2016	323.366.280.320	1.017.849.186.000	0,317695671
7.	PT. Metropolitan Kentjana Tbk.	2014	212.110.997.800	437.464.993.821	0,484863934
		2015	310.059.438.000	889.628.865.732	0,348526728
		2016	349.883.586.000	1.199.373.747.588	0,291721898
8.	PT. Metropolitan Land Tbk.	2014	53.055.331.000	309.217.292.000	0,171579444
		2015	24.496.404.000	239.982.607.000	0,102075748
		2016	40.572.169.549	316.514.414.000	0,128184271
9.	PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.	2014	248.500.000.000	358.244.143.000	0,693661027
		2015	149.600.000.000	279.689.919.000	0,534878055
		2016	637.900.000.000	731.181.507.000	0,872423596
10.	PT. PP Tbk.	2014	106.390.000.000	532.065.270.922	0,19995667

		2015	148.060.000.000	845.563.301.618	0,175102207
		2016	307.010.840.936	1.151.431.890.873	0,266633957
11.	PT. Pudjiadi Prestige Tbk.	2014	3.954.720.000	15.051.709.941	0,262742241
		2015	3.625.160.000	27.591.952.360	0,131384686
		2016	988.680.000	22.919.928.181	0,043136261
12.	PT. Pakuwon Jati Tbk.	2014	216.718.211.000	2.599.141.016.000	0,083380705
		2015	216.718.211.000	1.400.554.118.000	0,154737477
		2016	216.718.210.800	1.780.254.981.000	0,121734366
13.	PT. Summarecon Agung Tbk.	2014	288.535.633.000	1.387.516.904.000	0,207951076
		2015	72.133.908.000	1.064.079.939.000	0,067789933
		2016	72.133.908.400	605.050.858.000	0,119219579
14.	PT. Surya Semesta Internusa Tbk.	2014	84.055.453.920	513.630.886.653	0,163649531
		2015	45.343.247.642	383.182.228.263	0,118333378
		2016	51.367.221.840	100.854.847.637	0,509318323
15.	PT. Total Bangun Persada Tbk.	2014	102.300.000.000	163.750.936.000	0,624729253
		2015	136.400.000.000	191.292.911.000	0,713042628
		2016	153.450.000.000	221.287.384.000	0,693442153
16.	PT. Wijaya Karya Tbk.	2014	122.568.635.000	750.795.820.000	0,163251621
		2015	125.014.252.000	709.311.344.000	0,17624736
		2016	303.548.348.000	1.128.869.266.000	0,268895927
17.	PT. Waskita Karya Tbk.	2014	100.306.102.480	501.212.792.063	0,200126781
		2015	209.547.624.362	1.047.590.672.774	0,20002815
		2016	513.978.185.018	1.813.068.616.784	0,283485236

Tabel 4
Perhitungan Tobin's Q

Nama Perusahaan	Tahun	MV	Total Hutang	Aset Lancar	Total Aset	Rasio
PT. Acset Indonusa Tbk.	2014	1.862.500.000.000	826.313.082.713	1.214.765.049.180	1.473.649.276.860	1,000270591
	2015	1.510.000.000.000	1.264.639.000.000	1.590.910.000.000	1.929.498.000.000	0,613490659
	2016	1.974.000.000.000	1.201.946.000.000	2.092.380.000.000	2.503.171.000.000	0,432877338
PT. Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk	2014	7.041.187.479.000	803.492.240.778	1.248.542.426.658	3.652.993.439.542	1,805680027
	2015	2.836.309.478.100	1.589.160.166.683	1.508.625.079.130	4.631.315.439.422	0,629809091
	2016	2.450.417.032.100	1.814.537.354.523	1.848.611.926.078	5.205.373.116.830	0,464201587
PT. Bumi Serpong Damai Tbk.	2014	33.161.182.737.560	9.661.295.391.976	11.623.677.431.540	28.134.725.397.393	1,10890724
	2015	34.644.053.145.600	13.925.458.006.310	16.789.559.633.165	36.022.148.489.646	0,882233649
	2016	33.777.951.816.960	13.939.298.974.339	16.341.455.817.712	38.292.205.983.731	0,8193781
PT. Ciputra Development Tbk.	2014	18.957.269.992.500	11.862.106.848.918	11.466.517.617.171	23.283.477.620.916	0,831184222
	2015	22.382.763.362.020	13.208.497.280.343	12.544.502.107.460	26.258.718.560.250	0,877680245
	2016	20.592.763.778.700	14.774.323.000.000	13.710.690.000.000	29.072.250.000.000	0,744916433
PT. Intiland Development Tbk.	2014	6.742.967.000.000	4.534.717.461.562	2.470.062.464.728	9.004.884.010.541	0,978093886
	2015	5.068.902.696.465	5.517.743.393.322	2.925.607.417.725	10.288.572.076.882	0,744616319
	2016	5.182.927.092.500	6.782.581.912.231	3.034.100.322.892	11.840.059.936.442	0,754338131
PT. Jaya Real Property Tbk.	2014	14.300.000.000.000	3.482.331.602.000	2.303.238.701.000	6.684.262.908.000	2,315751656
	2015	10.243.750.000.000	3.437.170.298.000	2.920.132.548.000	7.578.101.438.000	1,419984654
	2016	12.031.250.000.000	3.578.037.749.000	3.033.295.022.000	8.484.436.652.000	1,482242516
PT. Metropolitan Kentjana Tbk.	2014	14.507.368.200.000	2.154.420.021.554	1.087.851.532.412	4.316.214.269.222	3,608239934
	2015	16.000.773.750.000	2.880.175.893.867	2.129.044.655.432	5.709.371.372.467	2,934106734
	2016	24.415.995.500.000	2.897.296.559.011	2.371.095.095.740	6.612.200.867.199	3,772147499
PT. Metropolitan Land Tbk.	2014	3.372.803.185.000	1.213.581.467.000	1.847.687.745.000	3.250.717.743.000	0,842489913
	2015	1.645.852.160.950	1.407.525.853.000	2.012.091.117.000	3.620.742.578.000	0,28758932
	2016	2.709.914.720.820	1.430.126.743.000	2.172.521.190.000	3.932.529.273.000z	0,500319295
PT. Plaza Indonesia Realty Tbk.	2014	13.312.500.000.000	1.028.657.827.000	1.149.143.156.000	4.544.932.176.000	2,902576795
	2015	14.200.000.000.000	2.264.520.602.000	1.248.002.024.000	4.671.089.985.000	3,257594828
	2016	17.217.500.000.000	2.301.324.680.000	833.290.615.000	4.586.569.370.000	4,073967394
PT. PP Tbk.	2014	17.311.710.487.500	12.221.594.675.479	13.545.180.416.606	14.611.864.850.970	1,094187834

	2015	18.764.441.437.500	14.009.739.548.256	15.430.535.434.558	19.128.811.782.419	0,906676575
	2016	23.621.608.918.740	20.436.609.059.979	24.344.024.640.376	31.232.766.567.390	0,631202276
PT. Pudjiadi Prestige Tbk.	2014	145.335.960.000	113.500.611.995	142.452.979.196	401.794.311.717	0,289659633
	2015	138.415.200.000	135.764.536.989	171.710.742.629	445.919.320.351	0,229792677
	2016	125.232.800.000	201.639.122.560	252.798.526.117	531.168.640.936	0,139453632
PT. Pakuwon Jati Tbk.	2014	24.802.195.236.000	8.487.671.758.000	5.506.991.226.000	16.770.742.538.000	1,656627648
	2015	23.887.162.790.400	9.323.066.490.000	5.408.561.738.000	18.778.122.467.000	1,480535
	2016	27.210.175.356.000	9.654.447.854.000	6.126.852.547.000	20.674.141.654.000	1,486773728
PT. Summarecon Agung Tbk.	2014	21.928.708.153.600	9.386.842.550.000	5.465.707.225.000	15.379.478.995.000	1,680800987
	2015	23.804.189.772.000	11.228.512.108.000	7.289.681.520.000	18.758.262.022.000	1,478976055
	2016	19.115.485.726.000	12.644.764.172.000	8.698.817.086.000	20.810.319.657.000	1,108172925
PT. Surya Semesta Internusa Tbk.	2014	5.034.616.900.800	2.954.204.851.899	2.900.936.450.645	5.993.078.090.189	0,848960288
	2015	3.364.253.349.600	3.125.923.913.442	2.899.771.134.371	6.463.923.464.990	0,555453069
	2016	2.042.078.256.960	3.842.621.248.275	3.380.678.959.089	7.195.448.327.618	0,348000629
PT. Total Bangun Persada Tbk.	2014	3.819.200.000.000	1.684.511.582.000	2.022.836.893.000	2.483.746.395.000	1,401461396
	2015	2.097.150.000.000	1.979.837.997.000	2.236.105.051.000	2.846.152.620.000	0,646796989
	2016	2.608.650.000.000	2.007.949.620.000	2.284.941.431.000	2.950.559.912.000	0,790242618
PT. Wijaya Karya Tbk.	2014	22.629.148.000.000	10.936.403.458.000	9.514.446.542.000	15.915.161.682.000	1,511207074
	2015	16.233.954.000.000	14.164.304.669.000	12.560.285.337.000	19.602.406.034.000	0,909988973
	2016	21.169.085.237.920	18.597.824.186.000	21.552.497.929.000	31.096.539.490.000	0,585737571
PT. Waskita Karya Tbk.	2014	14.299.431.181.350	9.693.211.466.232	10.524.167.905.318	12.542.041.344.848	1,073866237
	2015	22.666.063.827.700	20.604.904.309.804	18.074.850.942.748	30.309.111.177.468	2,024005875
	2016	34.612.959.097.500	44.651.963.165.082	36.882.457.492.758	61.425.181.722.030	0,83130505

Lampiran 2. Hasil Analisis Deskriptif

Model 1

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Y	1.2408255	.94230447	51
X1	.0808921	.06940459	51
X2	2.9885626	8.88942693	51
X3	.2479343	.20099646	51

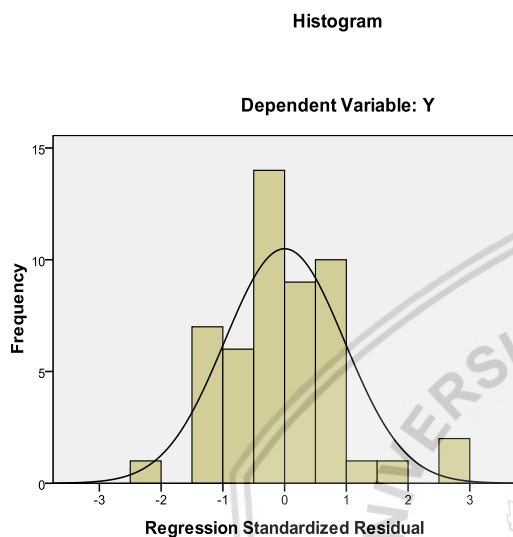
Model 2

Descriptive Statistics

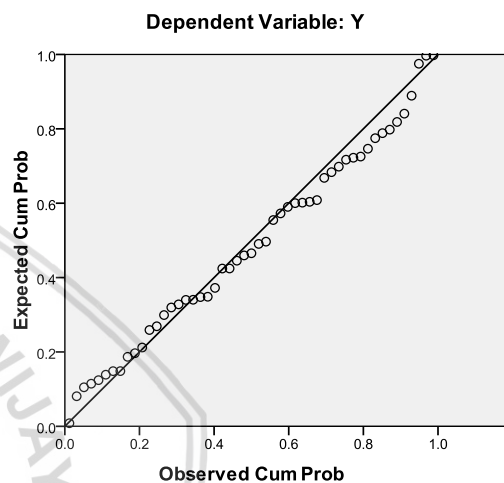
	Mean	Std. Deviation	N
Y	1.2408255	.94230447	51
X1	.0808920	.06940429	51
X2	2.9885632	8.88942604	51
X3	.2479343	.20099646	51
X1X3	.0239848	.03810935	51
X2X3	2.9885632	8.88942604	51

Lampiran 3. Hasil Uji Normalitas

Model 1



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



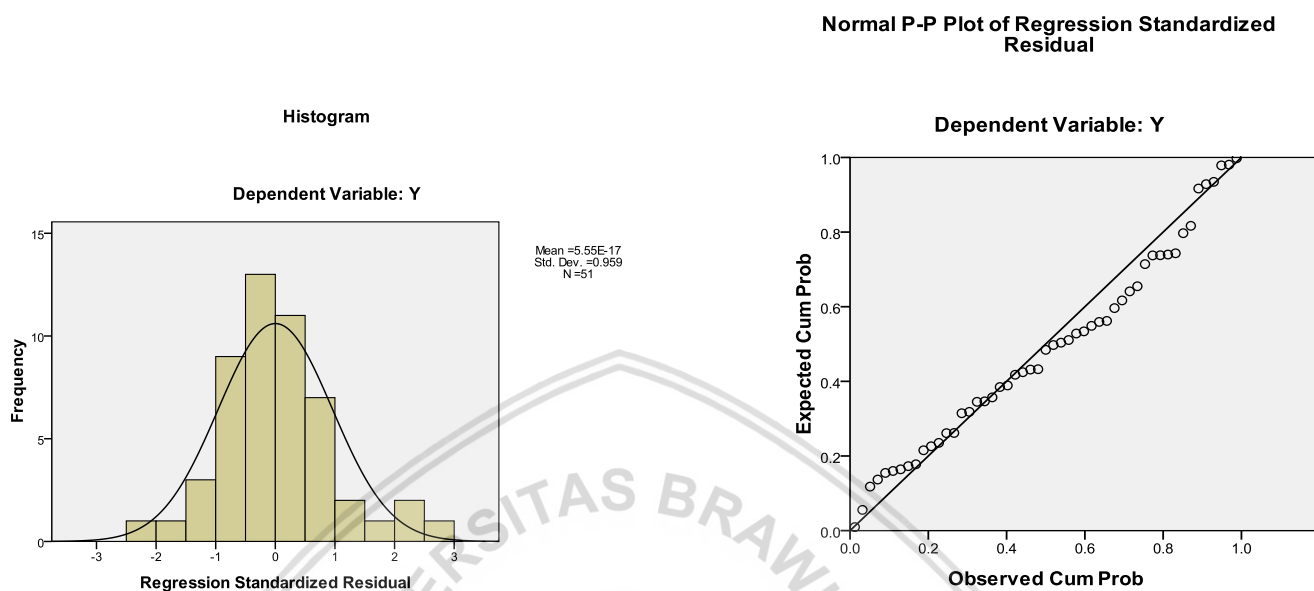
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		51
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.65554485
Most Extreme Differences	Absolute	.077
	Positive	.077
	Negative	-.059
Kolmogorov-Smirnov Z		.552
Asymp. Sig. (2-tailed)		.921

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Model 2



One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		51
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	-.0910478
	Std. Deviation	.65242404
Most Extreme Differences	Absolute	.092
	Positive	.092
	Negative	-.070
Kolmogorov-Smirnov Z		.654
Asymp. Sig. (2-tailed)		.786

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 4. Hasil Uji Multikolinearitas

Model 1

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.323	.179		1.808	.077		
X1	2.324	1.419	.171	1.638	.108	.942	1.061
X2	-.037	.012	-.351	-3.193	.003	.852	1.173
X3	3.393	.512	.724	6.623	.000	.862	1.160

a. Dependent Variable: Y

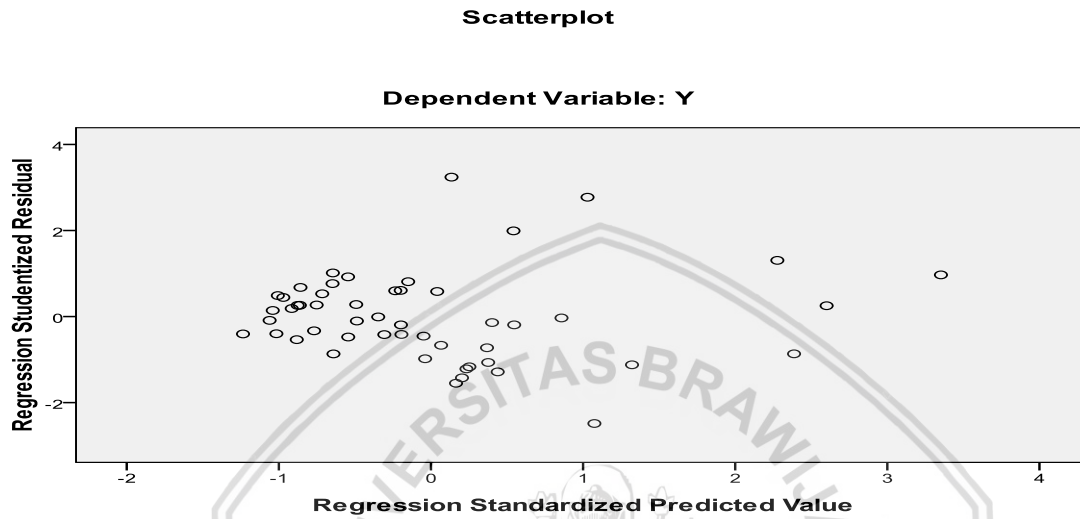
Model 2

Coefficients^a

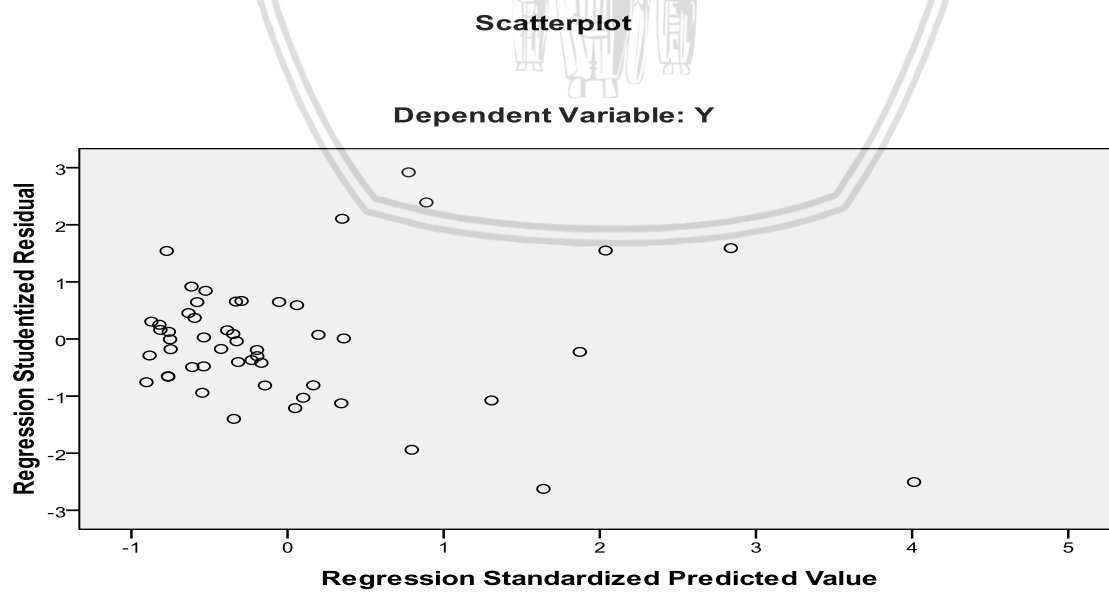
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.594	.253		2.347	.023		
X1	-.152	2.681	-.011	-.057	.955	.290	3.450
X2	-.039	.020	-.482	-1.974	.057	.223	4.478
X3	2.124	.836	.453	2.541	.014	.356	2.813
X1X3	7.542	6.502	.305	1.160	.252	.163	6.116
X2X3	-.016	.012	-.154	-1.386	.173	.917	1.091

Lampiran 5. Hasil Uji Heterokedastisitas

Model 1



Model 2



Lampiran 6. Hasil Autokorelasi

Model 1

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.718 ^a	.516	.485	.67614289	2.165

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

b. Dependent Variable: Y

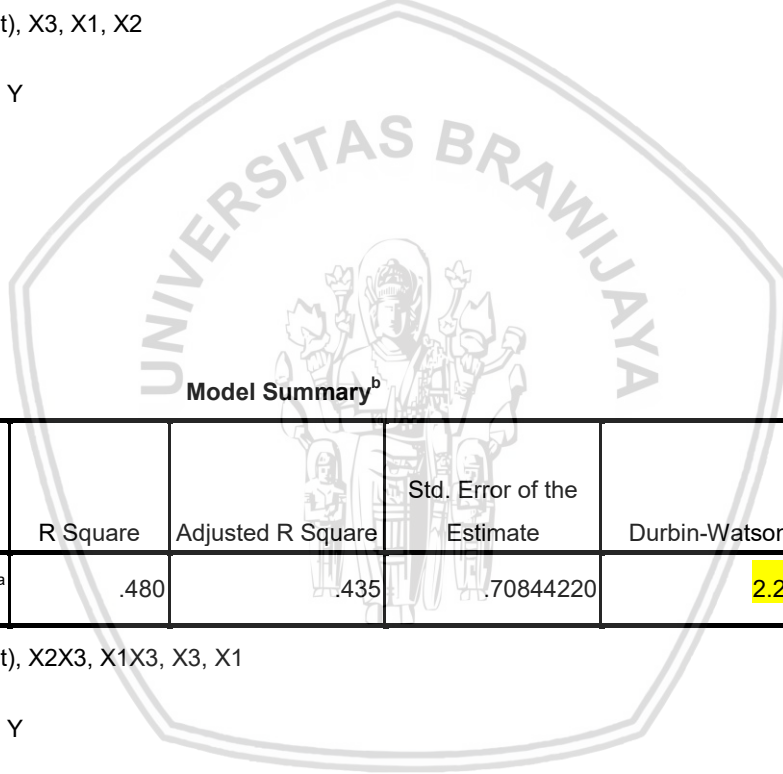
Model 2

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.693 ^a	.480	.435	.70844220	2.207

a. Predictors: (Constant), X2X3, X1X3, X3, X1

b. Dependent Variable: Y



Lampiran 7. Hasil Regresi Moderasi

Model 1

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.718 ^a	.516	.485	.67614289	2.165

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

b. Dependent Variable: Y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	22.910	3	7.637	16.704	.000 ^a
	Residual	21.487	47	.457		
	Total	44.397	50			

a. Predictors: (Constant), X3, X1, X2

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.323	.179		1.808	.077		
	X1	2.324	1.419	.171	1.638	.108	.942	1.061
	X2	-.037	.012	-.351	-3.193	.003	.852	1.173
	X3	3.393	.512	.724	6.623	.000	.862	1.160

a. Dependent Variable: Y

Model 2

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.693 ^a	.480	.435	.70844220	2.207

a. Predictors: (Constant), X2X3, X1X3, X3, X1

b. Dependent Variable: Y

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21.310	4	5.327	10.615	.000 ^a
	Residual	23.087	46	.502		
	Total	44.397	50			

a. Predictors: (Constant), X2X3, X1X3, X3, X1

b. Dependent Variable: Y

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.594	.253		2.347	.023		
	X1	-.152	2.681	-.011	-.057	.955	.290	3.450
	X2	-.039	.020	-.482	-1.974	.057	.223	4.478
	X3	2.124	.836	.453	2.541	.014	.356	2.813
	X1X3	7.542	6.502	.305	1.160	.252	.163	6.116
	X2X3	-.016	.012	-.154	-1.386	.173	.917	1.091

a. Dependent Variable: Y